Diskontpolitik und Kapitalmarktsätze

Inaugural-Dissertation

zur Erlangung der Doktorwürde einer hohen Rechts- und Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der Eberhard-Karls-Universität zu Tübingen

Vorgelegt von

ALFRED MAYER

Diplom-Volkswirt

aus

Biberach an der Riss

Gedruckt mit Genehmigung der Rechts- und
Wirtschaftswissenschaftlichen Fakultät der
Eberhard-Karls-Universität zu Tübingen

Referent: Prof. Dr. Eduard Lukas

Korreferent: Prof. Dr. Hans Teschemacher

Tag der mündlichen Prüfung: 6. August 1938

R. UNIV.
BIBLIOTHEEK
LEIDEN

Druck: Biberacher Verlagsdruckerei, Dr. Hutter & Co., Biberach an der Riß (Württ.)

Meinen lb. Eltern in Dankbarkeit!

Inhaltsübersicht.

Seite

Problemstellung

1. Bedeutung des Kredits in der heutigen Wirtschaft und das Funktionieren des Kreditsystems 6
2. Die Diskontpolitik 7
3. Ihr Einfluß auf den Geldmarkt 8
4. Bedeutung der Offen-Markt-Politik 9
5. Notwendigkeit der Beeinflussungsmöglichkeit auch der langfristigen Zinsen 10
6. Darstellung der dazu nötigen Voraussetzungen . . . 11

Erster Teil.

Theoriegeschichtlicher Ueberblick

§ 1. Einleitung und Gliederung der Auffassungen 13

§ 2. Annahme einer unbedingten Abhängigkeit 14
1. Abhängigkeit infolge Kommunikationen 14
A) Keynes 14
B) Die übrigen Autoren 18
2. Unmittelbare Wirkung der Diskontpolitik auf das Investitionsvolumen o h n e Annahme von Kommunikationen . 23
3. Bejahung der Abhängigkeit auf Grund der Begriffsfassung der Kreditmärkte 27

§ 3. Annahme einer nur mittelbaren und bedingten Abhängigkeit 30
1. Grund für die Abhängigkeit: Kommunikationen . . . 31
2. Fälle der Kommunikationen 31
3. Hemmungen dieser Kommunikationen 32
A) Lukas 32
B) Hahn 34
C) Die übrigen Autoren 36

Zweiter Teil.

Entwicklung der Zinssätze in Deutschland

§ 1. In der Vorkriegszeit und Nachkriegszeit von 1926 bis 1933 . 39
§ 2. Die Kreditmärkte unter nationalsozialistischer Führung . . 47

Dritter Teil.

Zusammenfassende Darstellung des Problems

§ 1. Abhängigkeit der Zinsgefüge nur bei Kommunikationen . 50

§ 2. Keine Abhängigkeit in der Depression 50
A) Grund für die starke Zinsdiskrepanz 50
B) Hemmungen hinsichtlich Kommunikationen 52

§ 3. Die Lage im Aufschwung 53
A) Die monetäre Konjunkturtheorie 53
B) Unsere diesbezüglichen Anschauungen 54

§ 4. Die Lage in der vollbeschäftigten Wirtschaft 56
A) Notwendigkeit der Trennung von Geld- und Kapitalmarkt 56
B) Die Zinspolitik in einer solchen Wirtschaft 57
a) Ausrichtung nach dem „natürlichen Zins“ . . . 57
b) Nach dem Preisniveau 58
c) Nach den produktiven Kräften 58

§ 5. Ergebnis 60

Problemstellung

1. Der Kredit spielt in der heutigen Volkswirtschaft eine entscheidende Rolle. Der weitaus größte Teil unserer Geldzirkulation besteht aus kreditierter Kaufkraft. Der kurzfristige Kredit des Geldmarktes gewährleistet den reibungslosen Ablauf des Wirtschaftsprozesses; der langfristige Kapitalmarktkredit sorgt für die Erhaltung und Mehrung der Wirtschaftssubstanz, die jenen Wirtschaftsprozeß trägt. Geldversorgung und Kreditsystem sind also aufs engste miteinander verkoppelt. Ueber den Zusammenhang von Kredit und Konjunktur liegen die Ergebnisse umfangreicher Forschungsarbeit vor.

Die Erkenntnis dieser Tatsachen führte zu der Forderung, das Kreditsystem der Kontrolle des Staates zu unterstellen. Besonders klar kommt dieses Postulat in folgendem Zitat des Macmillan-Reports zum Ausdruck, der die Zusammenfassung von bankpolitischen Empfehlungen und Vorschlägen englischer Wirtschaftler darstellt: „The monetary system of this country must be a managed system".[1]) Die Kreditpolitik soll nicht mehr, wie in den Jahren vor der Weltwirtschaftskrisis,der Aufrechterhaltung der Goldwährung dienen, sondern sie soll den Wirtschaftsablauf lenken und führen.

Weiterhin haben die vergangenen Jahre der Depression deutlich gezeigt, daß der Kreditapparat nicht automatisch funktioniert, worauf der Macmillan-Report ebenfalls hinweist, wenn er schreibt: „It is not advisible or indeed practicable to regard our monetary system as an automatic system".[2])

Diese Anschauung, daß sich nämlich die Wirtschaft von selbst mit der nötigen Kaufkraft versorge, wenn die Kreditinstitute die an sie herantretenden Kreditgesuche befrie-

1) und 2) Report of the Committee on Finance and Industry, 1931, S. 118, IV.

digen, bildet ein Kernstück der sogenannten Bankingtheorie. Nichts beweist deutlicher die Unhaltbarkeit dieser Auffassung als die wirtschaftliche Entwicklung selbst.

Die Zurückziehung ausländischer Kredite in den Jahren 1930/31 führte zu einer deflationistischen Unterversorgung unserer Wirtschaft mit Kaufkraft und damit zu einer Schrumpfung und Stockung von Absatz und Produktion. Darauf reagierte die Wirtschaft nun keineswegs mit einer Wiederausdehnung des Kreditvolumens im Sinne jener bankingtheoretischen Anschauung, sondern verblieb in dieser stagnierenden Lage bis der Staat durch Arbeitsbeschaffungsmaßnahmen und „Kaufkraftinjektionen" (Lukas) das Wirtschaftsgetriebe wieder in Gang setzte.

Andererseits war aber auch nicht gewährleistet, daß das Kreditvolumen die produktiven Kräfte nicht übersteige und damit der Zustand einer Inflation herbeigeführt würde. Kurz, es bestand immer die Gefahr, daß volkswirtschaftlicher Geldbedarf und privater Kreditbedarf nicht in Uebereinstimmung standen. Diese Uebereinstimmung bewußt herzustellen, ist nun Aufgabe und Inhalt der modernen Kreditpolitik.

2. Das klassische Mittel, durch das die Zentralnotenbank Einfluß auf das Kreditvolumen ausübt, ist die D i s k o n t p o l i t i k. Zunächst ließen sich die Notenbanken allerdings in bankingtheoretischem Sinne bei der Bemessung der Zinshöhe von der Kreditnachfrage seitens der Wirtschaft leiten, soweit sie der Goldautomatismus nicht zu einer Beeinflussung des Kreditvolumens zwang. Man wollte nicht die Bewegungen des Marktes ausgleichen, sondern paßte sich ihnen an. Die Diskontpolitik hatte einen konstatierenden Charakter. Erst in der zweiten Hälfte des 19. Jahrhunderts begann man sie als ein Mittel der Konjunkturpolitik zu betrachten, durch das einerseits in Zeiten des Aufschwungs Uebersteigerungen der Kreditnachfrage gehemmt und andererseits Versteifungen der Geldlage gelockert werden können. Durch Hinaufsetzung des Satzes, zu dem die Notenbank Wechsel diskontiert, soll das Kreditbegehren gedrosselt und durch dessen Senkung soll dieses erhöht werden. Man verband dann mit dieser Kreditpolitik weiterhin die Auffassung, daß man durch Beeinflussung des Preisniveaus auf Handelsbilanz und Wechselkurs einwirken

könne und betrachtete so die Diskontpolitik weniger unter dem Gesichtspunkt einer angemessenen Geldversorgung der Volkswirtschaft, als unter dem des Währungsschutzes. Die verhängnisvolle wirtschaftliche Entwicklung der vergangenen Krisenjahre zwang zu einem Uebergang von der Goldwährung zu manipulierten Währungssystemen. Dies führte auch zu einer Betrachtungsweise der Diskontpolitik unter vorwiegend i n n e r wirtschaftlichen Aspekten.

3. Die kreditierte Kaufkraftzirkulation geht nun einerseits auf von der Notenbank gewährte Kredite und zum anderen auf von den Banken geschöpfte Kredite (Giralgeld) zurück. Daß durch die Diskontpolitik die Zinssätze des Bankkredits im großen und ganzen beeinflußt werden können, ist eine von der Kredittheorie anerkannte Tatsache. Der Banksatz „ist richtungsgebend für den Zins am offenen Geldmarkt. . . . Daß die Zentralnotenbank auf den Marktsatz . . . Einfluß ausüben k a n n, ist also sicher. Ob sie es w i l l, hängt von den Umständen ab".[3]) Setzt die Notenbank ihren Diskontsatz h e r u n t e r und würden die Banken mit ihren Zinsen nicht folgen, so führte dies dazu, daß Wechselkreditbegehren unter Umgehung der Kreditbanken an die Reichsbank direkt herangetragen würden. Denn niemand wird auf dem Geldmarkte reichsbankeskomptefähige Wechsel zu einem höheren Satz anbieten, als den, zu welchem die Reichsbank Wechsel diskontiert. Infolgedessen sind auch sie gezwungen, ihren Satz zu senken. Die Banksätze der Kredite, die nicht in Form von Wechseldiskontierungen gegeben werden, folgen einer Diskontsenkung indirekt, weil „einerseits die Kosten der Geldbeschaffung für die Banken geringer geworden sind, andererseits die Konkurrenz sowohl der Kreditformen untereinander wie auch der Banken untereinander eine solche Ermäßigung der Debetsätze erzwingt".[4]) Aus Rentabilitätsgründen müssen die Banken auch die Zinsen herabsetzen, welche sie auf bei ihnen unterhaltene Guthaben gewähren.

E r h ö h t die Notenbank ihren Diskont, so können die Zinsen der Bankkredite auf die Dauer auch nicht bedeutend

3) Weber, Adolf: Depositenbanken und Spekulationsbanken, 1938, S. 82.
4) Gestrich, H.: Neue Kreditpolitik, 1936, S. 50.

tiefer bleiben, als dieser Satz. Denn einerseits wird „Gewinnstreben der Banken überhaupt wie auch vermehrte Kosten der Geldbeschaffung“[5]) ohne weiteres auch eine Erhöhung der Zinsen der Bankkredite nach sich ziehen.

Des weiteren muß hierbei noch folgende Tatsache in Erwägung gezogen werden: Im Falle einer erfolgten Erhöhung des Diskontsatzes besteht die Tendenz eines Rückgangs der Notenbeanspruchung bei der Zentralbank und damit auch einer Drosselung des auf diesen Noten aufgebauten Giralgeldvolumens. Unter Anwendung einfacher preistheoretischer Regeln müßte dieser Vorgang zu einer Angleichung der Banksätze für Wechsel an den offiziellen Notensatz führen.

Wir können also sagen, daß das Zinsgefüge auf dem Geldmarkt den Bewegungen des Diskontsatzes im großen und ganzen folgt. Nur in ganz außergewöhnlichen wirtschaftlichen Zeiten kann die Notenbank die „Herrschaft über den Geldmarkt“ verlieren. Ein Kennzeichen der Depression ist beispielsweise die überaus starke Flüssigkeit am Geldmarkt. Diese kann nun unter Umständen so groß werden, daß die ganze Kreditnachfrage am freien Markt befriedigt werden kann, ohne daß die Notenbank in Anspruch genommen zu werden braucht. In einem solchen Falle kann allerdings der Diskontsatz seine Wirkung auf die Geldmarktsätze verlieren.

4. Eine Verstärkung und Ergänzung dieser mittels der Diskontpolitik gegebenen Einwirkungsmöglichkeit auf die kurzfristigen Sätze bietet die Offen-Markt-Politik. Denn mit ihrer Hilfe hat die Reichsbank die Möglichkeit, durch Effektenkauf oder -verkauf der Wirtschaft bare Mittel zuzuführen oder zu entziehen und dementsprechend eine Senkung oder Erhöhung der Zinssätze zu bewirken. Allerdings muß hierbei die Gefahr des Rückflusses in Betracht gezogen werden. Diese letztere Politik wirkt dabei stärker und direkter auf den Geldmarkt ein, als die Diskontpolitik. Will die Notenbank durch eine Diskontermäßigung ihre Bereitwilligkeit, Kredit zu gewähren, unterstreichen und den Banken eine Auffüllung der Barmittel erleichtern, so führt ihnen der Effektenankauf der Notenbank einfach weitere Barmittel zu. Und umgekehrt gilt natürlich dasselbe.

5) Gestrich: a. a. O., S. 30.

5. Diese im allgemeinen unbestrittene Beeinflussungsmöglichkeit der Zentralnotenbank auf das kurzfristige Zinsgefüge genügt indessen nicht, um den Wirtschaftsablauf nachhaltig beeinflussen zu können. Denn es ist eine Erfahrungstatsache und ebenfalls von der Kredittheorie anerkannt, daß die Zinssätze auf dem Geldmarkt für den Konjunkturverlauf nicht von entscheidender Bedeutung sind. Betrachten wir nämlich die wirtschaftliche Entwicklung eines längeren Zeitraumes, so fällt uns die dauernde Ausdehnung des Produktionsapparates, d. h. die fortgesetzte Neuinvestition von Kapital, in die Augen. Bemerkenswert ist dabei, daß dieser Ausbau keineswegs stetig verläuft, sondern unter fortwährenden Schwankungen. „Dieses wechselnde Ausmaß der Investitionstätigkeit ist das wichtigste Merkmal des Konjunkturwechsels. Die bekannte Folge dieser Entwicklung ist, daß der Konjunkturwechsel sich in erster Linie in den kapitalproduzierenden Industrien auswirkt, sowohl in Bezug auf Preisentwicklung als auch Beschäftigungsgrad.“[6])

Will die Kreditpolitik nun einen wirksamen Einfluß auf den Wirtschaftsablauf gewinnen, so muß sie die Möglichkeit haben, auf diese konjunkturelle Schlüsselstellung der kapitalproduzierenden Industrien einzuwirken. Während der Prozentsatz für kurzfristigen Betriebskredit für die Wirtschaft nicht nachhaltig ins Gewicht fällt, wie Nöll v. d. Nahmer überzeugend nachweist,[7]) ist dies beim langfristigen Kredit durchaus nicht der Fall. Sein Zinsfuß stellt vielmehr einen Kostenfaktor von nicht unerheblicher Bedeutung dar und die Frage der Zinsbelastung wird umso schwerwiegender, je langsamer der Umschlag des Kapitals ist. Deshalb spielt dieser langfristige Zinssatz bei der Produktion dauerhafter Kapitalanlagen eine wichtige Rolle. Der Auftraggeber für den Bau einer Fabrikanlage wird die Frage, ob der Zins für langfristiges Leihkapital 4,5 oder 5 oder 6% beträgt, mit zur Grundlage seiner Entscheidung machen. „Bei der kalkulatorischen Belastung langdauernd benutzter Güter liegt deshalb der Angelpunkt der zinsmäßigen Beeinflussung des Wirtschaftsverlaufes.“[8])

6) Schmitt, A.: Kreditpolitik und Konjunkturpolitik, 1932, S. 4.
7) Nöll v. d. Nahmer: Der volkswirtschaftliche Kreditfond, Berlin 1934, S. 198 ff.
8) Gestrich: a. a. O., S. 57.

6. Das Problem, das Gegenstand unserer Untersuchungen sein soll, besteht also darin, ob eine Aenderung des Diskontsatzes und damit des kurzfristigen Zinsgefüges auf dem Geldmarkt die Neigung, das Ausmaß der Investitionen zu verstärken oder zu verringern und infolgedessen mehr oder weniger Kredit bei der Notenbank aufzunehmen, direkt beeinflußt. Die Beantwortung dieser Frage hängt davon ab, ob wir annehmen können, daß bei einer Diskontänderung jeweils kurzfristige Kredite in langfristige Anlagen fließen bezw. langfristige Kredite zu Geldmarktzwecken verwendet werden können oder, anders ausgedrückt, daß Kommunikationen zwischen Geld- und Kapitalmarkt ohne weiteres stattfinden können.

Tritt nämlich infolge Diskontsenkung und eines hierdurch bewirkten Herabgehens des kurzfristigen Zinsgefüges auf dem Geldmarkt ein Gefälle zwischen lang- und kurzfristigen Zinssätzen ein, so wird in diesem Fall — die ersteren sind höher als die letztgenannten — der Anreiz gegeben sein, sich wegen der Gewinnaussichten mit kurzfristig geliehenem Gelde an langfristigen Anlagen des Kapitalmarktes zu beteiligen. Das Kapitalmarktangebot, sonst durch das Spargeldvolumen begrenzt, wird auf diese Weise über diese Grenze hinaus ausgedehnt. Die Folge wird sein, daß sich der Zinssatz auf dem Kapitalmarkt dem niederen Geldmarktzins anpaßt. Und zwar kann dies aus zwei Gründen geschehen: Einmal besteht die Möglichkeit, daß das auf dem Markte für Investitionsgüter angebotene Geldvolumen das Angebot an solchen Gütern übersteigt und zu einer Preissteigerung derselben führt. Die Investition dieser im Preise erhöhten Güter ist dann nur noch bei einem niedrigeren Zinssatze rentabel; oder aber es kann so sein, daß „eine etwa tatsächlich mögliche sachliche Mehrinvestition auf der Grundlage dieses erhöhten Geldkapitalangebots nur über die Wahrnehmung von minder lohnenden Kapitalverwendungsmöglichkeiten in Frage kommt".[9])

Im Falle eines erhöhten Diskonts kann der langfristige Satz erheblich unter die kurzfristigen Zinssätze zu stehen kommen. Wenn nun ohne weiteres Fluktuationen zwischen Geld- und Kapitalmarkt stattfinden können, so werden höchstwahrscheinlich Mittel, die sonst dem Kapital-

9) Lukas, E.: Aufgaben des Geldes, 1937, S. 202.

markt zugeführt werden, angesichts der dort geltenden höheren Verzinsung, kurzfristig auf dem Geldmarkt angelegt werden. Auch hier wird infolge des Angebotsrückganges auf dem Kapitalmarkt eine Angleichung der dort geltenden Zinsen an die höheren Geldmarktsätze erfolgen. Gesunkene Preise für Investitionsgüter oder aber die bloße Ergreifung der lohnenderen Kapitaleinsatzmöglichkeiten könnten die Grundlage hierfür abgeben.

Wir sehen also, daß es für die Einwirkung der kreditpolitischen Maßnahmen einer Wirtschaftsführung auf den Wirtschaftsablauf von entscheidender Bedeutung ist, ob die kurzfristigen Zinssätze die langfristigen in ihren Bann ziehen. Die folgenden Untersuchungen sollen zunächst die Stellungnahme verschiedener Geldtheoretiker zu diesem Problem beleuchten und dann die tatsächliche Entwicklung der Zinsgefüge in Deutschland darstellen. Abschließend soll dann noch unsere Auffassung zu diesem Problem zusammengefaßt klargestellt werden.

I. Teil: Theoriegeschichtlicher Ueberblick

§ 1. Einleitung und Gliederung der Auffassungen.

Es ist überaus auffallend, daß eigentlich keiner der Theoretiker, denen wir die Einsicht in die fundamentalen Zusammenhänge der Zinstheorie verdanken, den ernsten Versuch unternommen hat, das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt zu analysieren. Erst verhältnismäßig spät ist die Unterscheidung der Kreditmärkte in Geld- und Kapitalmarkt zum Gegenstand systematischer Behandlung gemacht worden.[10])

Das Problem der Zinsbewegungen an diesen beiden Märkten aber ist noch viel später, eigentlich erst von Halm[11]) zur Diskussion gestellt worden.

Dem Fragenkomplex, der Gegenstand unserer Untersuchungen ist, widmen erst K e y n e s und L u k a s einen breiten Raum im Rahmen ihrer geldtheoretischen Betrachtungen, während sich in der übrigen Literatur nur fragmentartige Hinweise finden.

Beim Streifzug durch die verschiedenartigen Auffassungen, die über unser Problem herrschen, werden wir finden, daß eine vollständige und unter a l l e n Umständen geltende Abhängigkeit von keinem Autor anerkannt wird. Keynes bejaht sie noch am ehesten. Trotzdem können wir bei der Darstellung der Meinungen die Theoretiker in solche einteilen, die mehr dazu neigen, eine unbedingte Abhängigkeit der langfristigen von den kurzfristigen Zinssätzen anzunehmen einerseits und in solche, die nur eine bedingte oder mittelbare andererseits in Betracht ziehen.

10) Spietthoff, A.: Die äußere Ordnung d. Kap.- u. Geldm in Schmollers Jahrb., Bd. 33, 1909.
Ders.: Der Begriff d. Kap.- u. Geldm., a. a. O., Bd. 44, 1920.
Beckerath, H. v.: Kapital- und Geldmarkt, 1916.

11) Halm, G.: Das Zinsproblem am Geld- u. Kap.-M., Jahrb. f. Nat. und Statistik, Bd. 70, 1926.

§ 2. Annahme einer unbedingten Abhängigkeit.

Wenn wir die Anschauungen der Autoren untersuchen, die eine unbedingte Abhängigkeit des langfristigen Zinsgefüges von den Geldmarktsätzen und damit des Investitionsvolumens vom Diskontsatz bejahen, so finden wir, daß für diese Tatsache d r e i Erklärungen gegeben werden. Einmal wird der Grund darin gesehen, daß Geld- und Kapitalmarkt nach Art eines kommunizierenden Röhrensystems miteinander verbunden sind und daß ein dauerndes und ungehindertes Fluktuieren von Mitteln vom Markt mit niedrigen zu dem mit höheren Ertragsmöglichkeiten besteht. Die zweite Auffassung hält die Abhängigkeit des Investitionsvolumens vom Diskont sogar o h n e solche ausdrücklich in Erscheinung tretenden Kommunikationen für begründet. Als dritte Ursache wird schließlich noch die strukturelle Beschaffenheit und Eigenart der beiden Kreditmärkte angeführt.

1. Abhängigkeit auf Grund von Kommunikationen.

Die meisten Autoren begründen mit diesem Vorgang die Tatsache, daß die Kapitalmarktsätze den Geldmarktsätzen folgen.

A) K e y n e s.

Den Beginn unserer dogmenhistorischen Untersuchung soll der gegenwärtig wohl bedeutendste Geldtheoretiker in angelsächsischen Ländern, John Maynard K e y n e s, machen. Im Mittelpunkt des Keynes'schen Gedankengebäudes steht die Frage, wie der Wirtschaftsablauf z i n s politisch beherrscht werden könne. Naturgemäß erfahren deshalb auch die Fragen, die wir zum Gegenstand unserer vorliegenden Arbeit gemacht haben, bei Keynes eine eingehende Würdigung. Der Abhängigkeit der Bondrate (Kapitalmarktsatz) von der Bankrate (Geldmarktsatz) widmet er ein besonderes Kapitel. Er geht davon aus, daß das Zentralnoteninstitut die kurzfristigen Marktsätze völlig beherrsche. Für die Investition von fixem Kapital sei jedoch der langfristige Zinssatz maßgebend. Das ganze Werk von Keynes durchzieht nun der Gedanke, daß das Investitionsvolumen und dessen Verhältnis zum Sparvolumen der Indikator für den konjunkturellen Wirtschaftsablauf sei. Deshalb müsse die Frage untersucht werden, ob die Währungs-

hoheit über ihren Einfluß auf das kurzfristige Zinsgefüge auch auf den langfristigen Satz einwirken könne. Sowohl empirische Beobachtung, als auch markttechnische Gründe lassen seiner Ansicht nach einen erheblichen Einfluß erkennen.

Keynes legt dabei zunächst die Untersuchungen zugrunde, die Riefler über die Verhältnisse in den Vereinigten Staaten angestellt hat. Riefler, der die kurz- und langfristigen Sätze in einem Diagramm zur Darstellung bringt, kommt zu dem Ergebnis, daß die Bondsrenditen von 1919 bis 1926 mit Ausnahme der Jahre 1921 und 1926 alle bedeutenden Bewegungen der kurzfristigen Sätze widergespiegelt hätten. Selbst bei geringfügigen Schwankungen stellt er eine Uebereinstimmung fest. Er weist weiter noch darauf hin, daß die kurzfristigen Zinsen zwar eine größere Schwankungsbreite zeigten als die langfristigen, daß aber das allgemeine Niveau der beiden Zinskurven nahezu übereinstimme.

Keynes schließt sich dieser Interpretation statistischer Ergebnisse an und versucht deren Richtigkeit noch an Zahlen aus dem englischen Wirtschaftsleben zu erhärten. Er vergleicht zu diesem Zweck die Entwicklung des Diskonts der Bank of England mit den Bewegungen der Consolsrendite und glaubt auch für englische Verhältnisse zu gleichen Ergebnissen zu kommen, wie Riefler für amerikanische. Ihn überrascht dieses Ergebnis nun keineswegs, denn nach seiner Ansicht „the effect of cheap money on the price of bonds is a common-place of the investment market".[12])

Keynes sieht nun verschiedene Möglichkeiten, diese Erfahrungstatsachen zu erklären: Zunächst führe eine, gleichgültig auf welche Ursachen zurückgehende Ertragsspanne zwischen kurz- und langfristigen Sätzen dazu, daß eine Kommunikation von Mitteln zu dem Markte erfolge, an dem ein Gewinn zu erreichen sei. Komme beispielsweise der kurzfristige Zins unter die Realverzinsung der Bonds zu liegen, so werden mit kurzfristig geborgtem Gelde langfristige Effekten durchgehalten. Der dadurch erzielte Gewinn halte so lange an, als die Effekten nicht in ihrem tatsächlichen Werte fallen. Damit kennzeichnet Keynes die finanziellen

12) Keynes, J. M.: A. Treatise on Money, Vol. II, p. 356.

Transaktionen, die er in einem früheren Kapitel[13]) „Hausse-stimmung" genannt hat. Dort weist er auch auf die Wirkungen dieser Stimmung auf die Investitionstätigkeit hin. Er nimmt an, daß steigende Kurse für Effekten das Preisniveau der Güter für Neuinvestitionen emportreibt und so ihre Anziehungskraft steigert. Dieser aufwärts gerichtete Trend der Effektenkurse wird seiner Meinung nach „confirm the investor in a „bullish" feeling towards the bondmarket".[14]) Für eine Zentralnotenbank bestehe hierbei die Aufgabe darin, das Bankgeldvolumen so auszurichten, daß die Hausse nicht übersteigert und zu einer Ueberinvestition führe, andererseits aber eine deflationistische Tendenz vermieden werde. Keynes erkennt auch die Schwierigkeiten, diesen Ausgleich zu schaffen und die jeweilige Lage zu erkennen.

Wir müssen uns nun fragen, woher die Mittel kommen, die im Falle der Hausse in langfristige Anlagen fließen. Offenbar nimmt Keynes, wie wir schon andeuteten, implizite eine Kommunikation vom Geld- zum Kapitalmarkt an. Denn einmal spricht er davon, daß für diese Transaktionen die „rate on short-term loans" maßgebend sei. Und vor allem lassen folgende Ueberlegungen eine andere Annahme gar nicht zu: Normalerweise werden Kursbewegungen der Effekten bestimmt durch das Verhältnis des Erzeugungswertes neuer Investitionen zu dem Volumen der Ersparnisse. Werden nun im Zuge der Haussestimmung alte Spardepositen abgehoben, um damit Effekten zu kaufen, so kann sich dieser Kauf nur auf die seitens der Kreditinstitute zur Dekkung dieser Spareinlagen gehaltenen Effekten beziehen. Daraus erhellt klar, daß von diesen alten Spardepositen k e i n e hinsichtlich neuer Investitionsgüter nachfragend auftreten können. Kurssteigerungen, die über das Verhältnis der Neuersparnisse zu den Neuinvestitionen hinausgehen, vermögen also nur durch ein Hinüberfließen kurzfristiger Leihgelder in Kapitalanlagen erklärt zu werden.

In diesem Zusammenhang erscheint es uns berechtigt, auch noch darauf hinzuweisen, daß es nicht immer klar ist, was Keynes mit dem Begriff „Spardepositen" meint. Solche bestehen nur dann, wenn der Einleger dadurch einen Kon-

13) Keynes: a. a. O., chapter 15.
14) Keynes: a. a. O., p. 337/38.

sumverzicht kundtut; sie sind deshalb wohl zu unterscheiden von den Giralgeldguthaben, bei denen dieser Verzicht nicht vorliegt. In Deutschland wurde dieser Unterschied durch das Kreditwesengesetz deutlich herausgestellt. Bei Keynes kommt er jedoch u. E. nicht klar genug zum Ausdruck.

Ferner begründet Keynes die Bejahung unserer Frage mit der Anlagepolitik verschiedener Finanzinstitute (Banken, Versicherungen). Die Anlagen dieser Institute zerfallen in kurz- und langfristige. Unter normalen Umständen seien aus Liquiditätsgründen die kurzfristigen am vorteilhaftesten. Nun achten aber derartige Institute sehr darauf, ihren herkömmlichen Einkommensstand zu halten, weil davon ihre „reputation" abhängig sei. Sinke nun der kurzfristige Zinssatz etwa infolge diskontpolitischer Maßnahmen wesentlich unter die Kapitalmarktrate, so bestehe die Gefahr, daß das Zinseinkommen jener Institute zurückgehe. Infolgedessen werden, so stellt Keynes fest, die kurzfristigen Anlagen zugunsten der langfristigen umgeschichtet. Und zwar geschehe dies dadurch, daß Geldmarktmittel gelöst werden und in langfristige Effekten fließen, was natürlich eine Kurssteigerung derselben und damit ein Sinken des effektiven Zinsfußes zur Folge habe. Zur Illustration führt Keynes die Lage der Mitgliedsbanken im Distrikt der Bundesreservebank Boston im Jahre 1929 und daneben noch geschätzte Zahlen für Londoner Verhältnisse an. Daß diese Anlagepolitik tatsächlich eine so gewichtige Rolle spielt, erhellt nach Keynes daraus, daß der Besitz dieser Institute an Effekten sehr erheblich sei. (In Groß-Britannien ca. 250 Mill. Pfund.)

Zum Schluß seiner Ausführungen über dieses Problem weist Keynes noch darauf hin, daß zur Erklärung desselben p s y c h o l o g i s c h e Momente eine nicht zu unterschätzende Rolle spielen. Genau wie man die Bewertung von Aktien seitens des Marktes oft nicht allein mit rationalen Gründen erklären könne, so sei dies auch bei den Kursen der Bonds der Fall. In Unkenntnis der zukünftigen Entwicklung projiziere man vielfach Erfahrungen der letzten Vergangenheit in die Zukunft. Der größte Teil derjenigen, die Effekten kaufen oder verkaufen, weiß, so glaubt Keynes, überhaupt nicht was sie tun. „This is one of the odd characteristics of the Capitalist System under which we live,

which, when we are dealing with real world, is not to be over-looked".[15])

Auf Grund dieser soeben dargestellten Ueberlegungen glaubt Keynes zu der Feststellung berechtigt zu sein, daß „short — term rates influence long — term rates more than the reader might expect".[16])

Diese Tatsache allein gewährleistet aber seiner Meinung nach noch nicht die konjunkturell entscheidende Regulierung des Investitionsvolumens. Für die Uebereinstimmung von Sparvolumen und Investitionsvolumen, d. h. für die wirtschaftliche Gleichgewichtslage, ist nach Keynes der sog. „natürliche Zins" maßgebend. Es könne aber sehr wohl möglich sein, daß sich dieser Zins in stärkerem Maße ändere, als der vom Diskont beherrschte Marktzins. Ein Beweis, daß dem in der Vergangenheit so gewesen sei, daß es also den Banken nicht gelungen sei, das Investitionsvolumen zu lenken, sei das Vorhandensein eines Konjunkturzyklus. Wir werden Gelegenheit haben, auf diese Gedankengänge noch näher einzugehen.

B) Die übrigen Autoren.

Während unser Problem bei Keynes das ganze Werk durchzieht, behandeln es die anderen in diesen Abschnitt gehörigen Autoren im Rahmen ihrer meist andersgearteten Aufgabenstellung nur kurz und hindeutungsweise. Deshalb ist ihre Beweisführung im allgemeinen nicht durchschlaggebend.

Auch Schmitt geht bei seiner Gedankenführung davon aus, daß es für ein Zentralinstitut, das den konjunkturellen Wirtschaftsablauf beherrschend beeinflussen will, nicht genügt, nur die Geldmarktzinsen, die für die Aufnahme kurzfristigen Betriebskredits relevant sind, auf ein günstiges Niveau bringen zu können, sondern auch die für das Investitionsvolumen maßgebenden Kapitalmarktzinsen. Diese Möglichkeit hält nun Schmitt für gegeben. Und zwar sieht er den Grund darin, daß Geld- und Kapitalmarkt „wie kommunizierende Röhren in Verbindung stehen".[17]) Im Falle eines durch Diskontänderung ausgelösten Zinsgefälles zwi-

15) Keynes: a. a. O., p. 361.
16) Keynes: a. a. O., p. 362.
17) Schmitt: a. a. O., S. 54.

schen den beiden Märkten fließen seiner Ansicht nach jeweils Mittel in Richtung nach den höheren Ertragsaussichten. Nach den Grundsätzen von Angebot und Nachfrage erfolge eine Angleichung der Sätze. Allerdings stellt Schmitt fest, daß bis zu dieser Angleichung immer eine geraume Zeit verstreiche, worin ihm übrigens W a g e m a n n[18]) beistimmt, der diese Zeitspanne auf 4—6 Monate schätzt. Schmitt hingegen glaubt, daß die Frage nach der Länge dieser Zeit nicht allgemeingültig beantwortet werden könne, da hierbei psychologische Faktoren, das Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung, die Lust zu wagen usw. eine bedeutsame Rolle spielen. „Weiter ist sie auch bedingt durch die Art der am Geldmarkt ausliegenden Mittel; so werden kurzfristige Auslandsgelder sehr viel schwerer vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt abzudrängen sein, als einheimische Kapitaldisposition."[19])

Ein besonders leistungsfähiges Verbindungsinstrument zwischen Geld- und Kapitalmarkt erblickt Schmitt in der B ö r s e, weil über sie bei der Effektenspekulation auf dem Wege der Emission Geldmarktmittel in langfristige Anlagen geleitet werden. Deshalb unterstreicht Schmitt auch die Bedeutung der Einwirkungsmöglichkeit der Diskontpolitik auf die Transaktionen dieser Spekulanten. Für einen Unternehmer sei es vielfach entscheidend, wenn er zwecks Neuinvestition langfristiges Kapital beschaffen wolle, ob die Spekulanten bereit seien, Neuemissionen aufzunehmen. Werde der Diskont e r h ö h t, so „wirke die Verteuerung der Effektenhaltung abschreckend und außerdem spiele auch der Umstand eine bedeutsame Rolle, daß die Effektenspekulation fast regelmäßig der psychologischen Beeinflussung, die eine von hoher Warte ergangene Diskonterhöhung enthält, stark unterworfen sei".[20]) Eine Diskont s e n k u n g begünstige natürlich die Uebernahme langfristiger Emissionspapiere.

So sei das Verhalten der Effektenspekulanten bedeutsam dafür, daß Veränderungen des Geldmarktzinses auf die langfristigen Zinsen eine Wirkung haben.

Auf demselben Standpunkt steht auch T i s m e r, der glaubt, daß die A r b i t r a g e zwischen den Kreditmärkten

18) Wagemann, E.: Wirtschaftspol. Strategie. 1938. S. 145.
19) Schmitt: a. a. O., S. 54. Anm.
20) Schmitt: a. a. O., S. 58.

alle Zinsbewegungen vom einen auf den anderen überträgt. Deshalb zeige sich auch „langfristig und kurzfristig in der Bewegungsrichtung aller Zinssätze eine hohe Uebereinstimmung".[21]) Daß beispielsweise die Renditen festverzinslicher Werte den kurzfristigen Sätzen folgen, ergebe sich im Falle einer Senkung der letzteren daraus, daß dann „infolge spekulativer, aus Geldmarktmitteln finanzierter Effektenkäufe die Kurse dieser Wertpapiere steigen".[22])

Mit Recht unterscheidet Schmitt fernerhin hinsichtlich des Vorhandenseins von Kommunikationen zwischen einer Volkswirtschaft, die eine aufsteigende Entwicklung zeigt, und einer solchen, die sich im Zustande der Depression befindet. In einer solchen vom ersteren Typ fließen ohne weiteres Mittel vom Markt mit niedriger zu dem mit höherer Verzinsung, was eine jeweilige Annäherung der Zinsgefüge zur Folge habe. Durch den Umschwung werde jedoch „dieser breite und tiefe Kanal vom Geld- zum Kapitalmarkt fürs erste weitgehend verschüttet".[23]) Ursache dieses Vorganges sei das geschwundene Vertrauen in langfristige Anlagen und die erhöhte Risikobelastung. Selbst wenn kein Zinsgefälle vom Geld- zum Kapitalmarkt vorliege, bestehe die Tendenz, Mittel, die an und für sich langfristig angelegt werden könnten, dem Geldmarkt zuzuführen. Die dadurch eintretende ungesunde Stauung von Kapitaldisposition am Geldmarkt könne in einer derartigen wirtschaftlichen Lage auch durch schärfsten Druck auf die Geldmarktsätze nicht gelöst werden. Denn für die Entscheidung, ob mit kurzfristigen Geldern Kapitalanlagen finanziert werden sollen, sei nun eben nicht mehr allein die Zinsertragsspanne zwischen den Kreditmärkten maßgebend; vielmehr bewirke die geschwundene Hoffnung in eine günstige wirtschaftliche Gesamtentwicklung, daß die verfügbaren Geldmittel trotz des damit verbundenen Zinsverlustes am Geldmarkt belassen werden. Daher müsse in solchen Fällen neben die Zinssenkung am Geldmarkt noch „das Angebot einer denkbar risikoarmen Anlagemöglichkeit"[24]) treten. Da also die Tiefenwirkung einer Diskontänderung und damit einer Aenderung des kurzfristigen Zinsgefüges auf die übrigen Zins-

21) Tismer, A.: Grenzen der Diskontpolitik, 1932, S. 12.
22) Tismer: a. a. O., S. 13 f.
23) Schmitt: a. a. O., S. 116.
24) Schmitt: a. a. O., S. 118.

sätze bei krisenhafter Wirtschaftslage nicht vollkommen sei, so stellt Schmitt die Frage, ob sich neben der genannten Methode der Kreditpolitik direkte Maßnahmen auf die Kapitalmarktsätze empfehlen würden. In Betracht zieht er vor allem eine Offen-Markt-Politik, hält jedoch derartige Maßnahmen für überaus bedenklich, da die Notenbank hierdurch mit einer Aufgabe belastet würde, „die mit ihrer Konstruktion und ihrem Wesen als Beschaffungsstelle kurzfristigen Kredits in Widerspruch steht".[25])

Die wirtschaftliche Entwicklung hat hierin Schmitt nicht recht gegeben. Denn seit Oktober 1933 benützt die Reichsbank die Offen-Markt-Politik als sehr geeignetes Mittel der Kreditlenkung und die Kreditkrise von 1931 hätte zweifellos gemildert werden können, wenn dem deutschen Zentralnoteninstitut Operationen am offenen Markt nicht gesetzlich untersagt gewesen wären. Sarow bezeichnet denn auch diese Methode der Kreditpolitik als „das bankpolitisch wichtigste Mittel, welches noch vor der Diskontpolitik rangiert".

Als ein Charakteristikum der konjunkturellen Entwicklung sieht v. Beckerath die Erfahrungstatsache an, daß die Bewegungen der Zinssätze auf dem Kapitalmarkt stark von der Geldmarktlage beeinflußt werden. Der Grund hierfür liege in dem intensiven Ausgleich, der zwischen den beiden großen Gebieten der Kreditmärkte, dem Geld- und Kapitalmarkt, erfolge. Beckerath geht davon aus, daß die Konjunktur besonders stark auf „die Marktlage für kurzfristigen Zinsfuß"[26]) einwirke und daß dieser Zinsfuß auf konjunkturell bedingte Veränderungen der Gesamtkreditlage sehr intensiv reagiere. Sinken im Zuge dieser Entwicklung die Geldmarktzinsen nun erheblich unter die langfristigen Sätze, so finde ein „Uebergreifen langfristiger Kapitalbedürfnisse"[27]) auf den Geldmarkt statt, was eine Angleichung der Zinsen zur Folge habe. Im umgekehrten Falle werden die Inhaber von Sparkapitalien angereizt, diese vorübergehend am Geldmarkt anzulegen und außerdem werde „die Spekulation an der Börse zu Positionslösungen" veranlaßt. Dadurch werden dem Kapitalmarkt Mittel entzogen,

25) Schmitt: a. a. O., S. 120.
26) Beckerath, v.: Kapitalmarkt und Geldmarkt. 1916. S. 152.
27) Beckerath, v.: a. a. O., S. 52.

und die so hervorgerufene Zinssteigerung führe wiederum zu einer Anpassung an die erhöhten Geldmarktzinsen.

Beckerath anerkennt also eine gegenseitige enge Verbundenheit der beiden Zinsgefüge, wobei der Geldmarktzins die Führung innehat. Allerdings gelte dies nicht für nur kurze Zinsschwankungen am Geldmarkt (z. B. Saisonschwankungen). Deren Einfluß auf den Kapitalmarkt sei unerheblich; er mache sich „im allgemeinen weniger in Zinsbewegungen als in der Wahl der Emissionstermine durch die Banken geltend".[28])

Wir müssen bei diesen Darlegungen in Betracht ziehen, daß v. Beckerath, dessen Werk 1916 erschienen ist, seinen theoretischen Untersuchungen die Vorkriegsverhältnisse zugrunde legt. Dort bestand allerdings, wie wir später noch sehen werden, eine viel weitergehende Abhängigkeit der Kapitalmarktsätze vom Zins für Kurzkredite, als wir für die Nachkriegswirtschaft anzunehmen in der Lage sind.

In der gleichen Richtung liegt auch der Erklärungsversuch von N e i s s e r. Wenn die Geldmarktsätze infolge reichlicherer Bargeldversorgung s i n k e n, so bestehe für die Banken die Möglichkeit und der Anreiz, ihr Volumen an Kontokorrentkredit auszudehnen. Mit solchem Kredit werden dann vielfach langfristige Investitionen vorläufig finanziert. In dem Maße, in dem sich die Inanspruchnahme von Kontokorrentkredit für Investitionen erhöhe, gehe die Nachfrage nach langfristigen Krediten zurück. Dadurch werden auch die Kapitalmarktsätze sinkende Tendenz haben. Maßgebend für die Dauer dieses Prozesses seien Nachfragekapazität nach Kontokorrentkredit und Zusammensetzung der Kreditnehmer auf dem Kapitalmarkt.[29])

Neißer beachtet u. E. zu wenig die Tatsache, daß die Kommunikation von kurzfristigen Krediten in langfristige Anlagen nicht schon unbedingt bei Vorliegen eines Zinsgefälles eintritt, sondern daß hierfür auch vielfach psychologische Momente, die außerhalb des wirtschaftlichen Betrachtungsrahmens liegen können, maßgebend sind.

Während die bisher angeführten Autoren ihre Auffassung über die Abhängigkeit der Zinsgefüge vorwiegend t h e o r e t i s c h begründen, wollen wir nun auch noch den S t a t i s t i k e r zu Wort kommen lassen. Und zwar wollen

28) Beckerath, v.: a. a. O., S. 153.
29) Neisser: D. Tauschwert d. Geldes, 1928, S. 95 f.

wir nicht das verwendete statistische Zahlenmaterial zur Darstellung bringen, sondern lediglich die Ergebnisse, die auf dessen Grundlage erzielt wurden.

Williams untersucht das Problem für englische Verhältnisse. Eine Bank, so argumentiert er, hat hauptsächlich zwei Möglichkeiten ihr Geld anzulegen, nämlich in Anleihen (Consols) oder in Wechseln (bills of Exchange). Die anderen Investitionsformen läßt er außer Betracht. Die Bank habe nun ein Interesse daran, ihre Mittel möglichst sicher und zugleich mit hohen Ertragschancen einzusetzen. Sei nun die Effektivverzinsung der Consols höher als die Rate auf dem Geldmarkt, so „the bank will tend to invest in Consols rather than in bills"; dies habe zur Folge, daß die Consolskurse steigen und damit ihr Zins falle. Liege eine andersgerichtete Zinsspanne vor, so „they will prefer bills and the tendency will be for Consols to fall and consequently their yield to rise".[30]) Daß Williams bei dem anzulegenden Gelde nicht die den Banken zufließenden Spargelder meint, sondern kurzfristige Mittel, geht aus seinen statistischen Darlegungen deutlich hervor. Er kommt deshalb zu dem Schluß, daß die Zinssätze für Consols die Tendenz haben, den kurzfristigen Sätzen zu folgen. Für englische Verhältnisse besteht seiner Meinung nach zwischen Diskontrate und Effektenkursen eine inverse Korrelation.

Auch hier darf gesagt werden, daß sich die Banken bei ihrer Anlagepolitik nicht immer von der Aussicht auf hohen Ertrag leiten lassen. Vielmehr legen sie, besonders in Zeiten krisenhafter Depression, ihre Gelder trotz der erheblich höheren Kapitalmarktzinsen, aus Gründen der Liquidität und der Sicherheit kurzfristig an, wenn sie überhaupt eine Anlagemöglichkeit finden.

2. Unmittelbare Wirkung des Diskonts auf das Investitionsvolumen ohne Annahme von Kommunikationen zwischen Geld- und Kapitalmarkt.

Wir bringen hier eine Anschauung von Keynes zur Darstellung, die für seine zins- und konjunkturtheoretische Einstellung sehr charakteristisch ist.

30) Williams, T.: The Rate of Discount and the Price of Consols. Journal of the Statistical Society, London, Vol. 75, 1912.

Für Keynes befindet sich eine Wirtschaft dann in der Gleichgewichtslage, wenn Sparvolumen und Investitionsvolumen übereinstimmen. Dies ist seiner Ansicht nach dann der Fall, wenn der herrschende Marktzins dem sog. „natürlichen Zins" angepaßt ist.

Nun geht Keynes davon aus, daß es infolge einer Diskontänderung zu einer Diskrepanz zwischen Spar- und Investitionsvolumen komme. Und zwar nimmt er an, daß diese Wirkung über die Preise der Investitionsgüter stattfinde. Denn die direkte und erste Folge einer Diskont s t e i g e r u n g „will be a fall in the price of capital-goods and therefore in the price of new investment-goods".[31]) Dies habe auf die Produktion solcher Güter naturgemäß eine einschränkende Wirkung. Das Investitionsvolumen zeige im Falle einer Diskontsteigerung also eine a b n e h m e n d e Tendenz.

Andererseits führe aber diese Banksatzerhöhung zu einer verstärkten Spartätigkeit, wobei allerdings die Wirkung auf die Investitionen stärker sei als auf das Sparvolumen.

Die weitere Folge, so argumentiert Keynes, müsse nun aber die sein, daß der Teil des Einkommens, um den sich das Sparvolumen erhöht, bei der Nachfrage nach Konsumgütern ausfalle. Demgemäß werden auch deren Preise sinken und zwar werde dies umso stärker der Fall sein, als auch noch d i e Einkommensteile bei der Nachfrage nach Verbrauchsgütern wegfallen, welche die Produzenten von Investitionsgütern vor dem Zurückgehen ihrer Produktion darauf verwendet haben. Sowohl die Investitions- als auch die Konsumgüterpreise zeigen eine sinkende Tendenz. A l l e Unternehmer erleiden V e r l u s t e und dementsprechend trete ein Rückgang des Beschäftigungsgrades ein, die Wirtschaft gelange in das Stadium der Depression.

Keynes erklärt also den konjunkturellen Niedergang damit, daß infolge einer Diskonterhöhung ein Auseinanderklaffen von Investitionsvolumen und Sparvolumen eintritt, wobei das letztere höher liegt.

Nun ist aber dieser Keynes'sche Gedankengang noch nicht in sich geschlossen. Denn es bleibt zu erklären, wohin der Saldo gelangt, um den sich die Ersparnisse erhöht haben. Die Möglichkeit, daß diese Summe für Neuinvesti-

31) Keynes: a. a. O., p. 203.

tionen eingesetzt wird, schließt Keynes ja ausdrücklich aus, da er gerade annimmt, daß sich deren Volumen verringere. Weiterhin läßt er auch den Einsatz dieser Mehrersparnisse als Nachfrage nach Verbrauchsgütern außer Betracht. Eine Hortung kann von ihm auch nicht unterstellt sein, weil ja sonst die Menge des zirkulierenden Geldes abnehmen müßte, was außerhalb seines Blickfeldes liegt.

Dafür macht jedoch Keynes eine zwar sehr interessante, aber reichlich konstruiert wirkende Annahme:

Obwohl die Nachfrage nach Verbrauchsgütern um den Mehrbetrag der Sparsumme zurückgehe, fahren die Produzenten solcher Güter fort, „to offer employment on the old terms".[32]) Um den Vollabsatz zu erreichen, hätten sie jedoch die Preise gesenkt, sodaß sie also Verluste erleiden. Diese mit Verlusten verbundene Weitererzeugung werden die Unternehmer deshalb vornehmen, so nimmt Keynes an, weil sie einerseits an die Produktionsfaktoren durch langfristige Verträge gebunden seien und andererseits weil sie glauben, daß dieser Zustand nur vorübergehender Natur sei und sie lieber diese Verluste, als die Kosten für die Stilllegung und spätere Wiederingangsetzung der Produktion in Kauf nähmen.

Diesen Verlustsaldo, so setzt Keynes seinen Gedankengang fort, decken die Produzenten nun dadurch, daß sie den Teil der Neuersparnisse in Anspruch nehmen, um den das Sparvolumen die Neuinvestitionen übersteigt. Ob dies durch Verkauf von Wertpapieren oder einfach durch Abhebung von Ersparnissen geschehe, sei gleichgültig.

Fortgesetzt werde dieser Vorgang, der zu einer krisenhaften Depression führe, solange, bis die Diskontpolitik, welche ihn ausgelöst hat, umgekehrt werde. Dies werde dann der Fall sein, wenn der zusammengeschrumpfte Wirtschaftsprozeß ein geringeres Volumen an umströmender Kaufkraft verlange und wenn die gesunkenen Preise zu einer Aktivierung der Handelsbilanz und damit zu einer verbesserten Golddecke geführt hätten. Schließlich werde sich die Wirtschaft auf eine neue Gleichgewichtslage einspielen.

Zu dieser Keynes'schen Gedankenführung läßt sich von unserem Standpunkt aus folgendes sagen:

32) Keynes: a a. O., p. 206.

Für deutsche Verhältnisse können wir nicht die Elastizität des Preisniveaus annehmen, die Keynes seinen Darlegungen zugrunde legt. Einem Sinken der Preise wirken einerseits die Organisationen entgegen, die monopolistisch den Markt beherrschen (Kartelle, Markenartikel) und andererseits sind die Preise zumeist schon so scharf auskalkuliert, daß ein Abgehen von ihnen so ohne weiteres nicht möglich ist.

Entscheidend ist aber vor allem die Erfahrungstatsache, daß Unternehmer, wenn schon die Preise die Kosten nicht mehr decken, nicht zu den alten Bedingungen weitererzeugen. Vielmehr werden sie versuchen, zunächst die Kosten und dann auch die Preise zu senken, was in unserer heutigen Wirtschaft auf erhebliche Schwierigkeiten stößt.[33]) Dann allerdings wäre das Gleichgewicht wieder hergestellt, weil die Preis- und damit Ertragssenkung in der Sphäre der Verbrauchsgütererzeugung durch eine Erhöhung dieser Faktoren auf dem Gebiete der Kapitalgüterproduktion kompensiert würde.

Da jedoch, wie erwähnt, in dieser Richtung geringe Aussichten bestehen, so muß notgedrungen der Absatz von Konsumgütern zurückgehen und der Beschäftigungsgrad in diesem Wirtschaftszweig abnehmen. Aber auch hier würde das Gleichgewicht durch eine verbesserte Lage in der Investitionsgütererzeugung hergestellt.

In der Keynes'schen Darstellung besteht nun die bemerkenswerte Feststellung, daß, obwohl der Kaufkraftstrom und die Umsätze gleichbleiben, die Preise sinken. Unsere obige Darlegung läßt diese Möglichkeit nicht zu, denn von einem Wirtschaftszweig kann im allgemeinen nur soviel Kaufkraft ausströmen, als ihm im Absatzwege zufließt (Lukas).

Wir müssen vielmehr auf Grund unserer Ueberlegungen zu dem Schluß kommen, daß, wenn tatsächlich das Investitionsvolumen kleiner werden soll als das Sparvolumen, Veränderungen in der Geldversorgung eingetreten sein müssen. Und zwar müssen Spargelder, die ihrer Bestimmung nach langfristig hätten angelegt werden müssen, für Geldmarktzwecke verwendet oder gehortet worden sein. Im Falle der Hortung tritt ja ohne weiteres eine Minderung des Kaufkraftstromes ein. Und als Folge der Kommunikation zeigt

33) Lukas: a. a. O., S. 92 ff.

sich eine Abnahme des seitens des Geldmarktes von den geldausgebenden Stellen beanspruchten Kreditvolumens um den Betrag, um den dieser Markt vom Kapitalmarkt her gespeist wurde. Der von Keynes dargestellte wirtschaftliche Schrumpfungsprozeß ist für uns also der Tatbestand einer deflationistischen Unterversorgung der Wirtschaft mit zirkulierender Kaufkraft.

Obgleich Keynes annimmt, daß infolge diskontpolitischer Maßnahmen das Investitionsvolumen unter das Sparvolumen sinken könne, o h n e daß er eine Kommunikation zwischen Geld- und Kapitalmarkt in Betracht zieht, können wir aus den bekannten Gründen dieser Meinung nicht zustimmen. Ein Auseinanderklaffen dieser beiden Volumen ist nur möglich, wenn eine quantitative Veränderung der Geldversorgung damit Hand in Hand geht.

3. Bejahung der Abhängigkeit der Kapitalmarktsätze von den Geldmarktzinsen auf Grund der Begriffsfassung der beiden Kreditmärkte.

Wir wollen uns hier mit den Anschauungen von B u d g e auseinandersetzen. Budge sucht für die Erfahrungstatsache, daß die beiden Zinsgefüge oft weit auseinanderklaffen, eine Erklärung. Er sieht den Schlüssel für die Lösung des Problems in der Unterscheidung der Kreditmärkte nach der Fristigkeit der Kapitalgeldleihe. Der von den Banken eingeräumte Kredit habe die Aufgabe, den Tauschmittelumlauf den Fluktuationen des gesellschaftlichen Realeinkommens anzupassen, um das Preisniveau stabil zu erhalten und die mit Preisschwankungen verbundenen Störungen des Wirtschaftsprozesses zu vermeiden. Eine Kreditexpansion solle der Wirtschaft Mittel zuführen, falls zusätzliches Realeinkommen auf dem Markt erscheine und eine Kreditdrosselung, verbunden mit einer Einziehung von Tauschmitteln der Wirtschaft Kaufkraft entziehen, wenn Realeinkommen den Markt verlassen habe.

Nun könne die Frist zwischen diesen Veränderungen des Realeinkommens nur eine sehr kurze sein und so müsse schon aus diesem Grunde die Zeit, in der die Bank ihre gewährten Kredite wieder zurückziehen könne, kurz bemessen sein. Der Markt für diese kurzfristigen Kredite sei der

„Geldmarkt". Seine Verflüssigung oder Versteifung hänge von jenen Beträgen ab, welche die Banken der Wirtschaft zuführen oder entziehen. So bilde der Geldmarkt „den Geldausdruck für die Zu- oder Abnahme des Kapitals überhaupt; . . . in seiner Gestaltung spiegelt sich die Zu- und Abnahme des gesellschaftlichen Subsistenzmittelfonds wider".[34]) Damit sei aber auch der Zins auf dem Geldmarkt, vor allem der Diskontsatz der Zentralnotenbank, „wirtschaftliche Krediteinräumung der Banken vorausgesetzt, der äußere Repräsentant des natürlichen, d. h. volkswirtschaftlich gebotenen Kapitalzinses".[35])

Budge betrachtet deshalb den Geldmarkt als den einzigen wirklichen Kapitalmarkt. Was gemeiniglich als Kapitalmarkt bezeichnet wird, ist für ihn nur ein terminologisches Paradoxon. „Der Kapitalmarkt genannte Markt ist in Wirklichkeit kein solcher, sondern er ist ein Umsatzmarkt, auf welchem eine bestimmte Kategorie von Waren angeboten und nachgefragt wird, die „Einkommensträger" im wahrsten Sinn des Wortes, d. h. entweder naturale Produktionsmittel oder die Verkörperung mobilisierbarer Anteile an solchen, die Wertpapiere."[36]) Dazu kommt für Budge der wesentliche Unterschied zwischen Geld- und Kapitalmarkt, daß auf ersterem tatsächlich das Geld als Vergegenständlichung von Kapital angeboten und nachgefragt wird, während Gegenstand des Angebots und der Nachfrage auf dem letztgenannten „Kapitalanlagen, mithin Vergegenständlichung von Tauschwerten sind, welche im Produktionsprozeß schon gebunden sind und den Geldmarkt bereits durchlaufen haben". Aus diesem Grunde ist für Budge der Geldmarkt theoretisch gesehen von größter Bedeutung, der Kapitalmarkt hingegen „geldtheoretisch uninteressant".[37])

Dieser Darstellung von Budge vermögen wir nicht beizupflichten. Der Kapitalmarkt hat, ebenso wie der Geldmarkt, seine eigene, überaus bedeutsame Funktionsstellung innerhalb der Volkswirtschaft. Und zwar besteht diese darin, daß er die den ökonomischen Prozeß tragende Wirtschaftssubstanz immer wieder erneuert und vermehrt. Er stellt sich gewissermaßen als ein Sammelbecken dar, in dem

34) Budge, S.: Lehre vom Geld, I, 2, 1933, S. 255.
35) Budge, S.: a. a. O., S. 257.
36) Budge, S.: a. a. O., S. 259.
37) Budge, S.: a. a. O., S. 278.

die durch Verzicht auf unmittelbaren Verbrauch entstehenden Spargelder zusammenströmen und den Anlagemöglichkeiten in der Wirtschaft zugeführt werden. Damit führt er die volkswirtschaftlich wichtige Verbindung zwischen Sparer und Investiteur herbei. Vom theoretischen Standpunkt aus ist der Kapitalmarkt also durchaus ebenso „interessant" wie der Geldmarkt.

Auch unterscheiden sich die Märkte nicht entscheidend darin, daß auf dem Geldmarkt Kredit in Geldform angeboten und nachgefragt wird. Dies ist auf dem Kapitalmarkt ebenso der Fall, denn die Sparsumme, die den Hauptteil des Angebots ausmacht, hat ebenfalls Geldform. Keineswegs ist der Kapitalmarkt ein „Umsatzmarkt für naturale Produktionsmittel", was auch von der vorherrschenden kredittheoretischen Anschauung verneint wird.

Aus dieser Begriffsfassung der beiden Kreditmärkte leitet dann Budge seine Anschauung über deren Zinsbewegung ab:

Der Zinsfuß am Kapitalmarkt sei, wie aus seiner Kennzeichnung dieses Marktes hervorgeht, nicht der Preis für die Vermögensanlagen, welche auf ihm angeboten und nachgefragt werden, sondern der Preis für die Kapitalien, die in diesen Anlagen gebunden sind. Der Preis der Anlagen selbst dagegen sei die Summe Geldes, die für sie hingegeben wird. Die Realverzinsung, wie der erstere Preis auch genannt wird, stehe nun in engstem Zusammenhang mit der nominellen Verzinsung solcher Anlagen einerseits und dem volkswirtschaftlichen Zinsfuß, als dessen äußerer Repräsentant der Geldmarktzins in Erscheinung trete, andererseits. Daraus zieht Budge den bedeutsamen Schluß, daß sich der Kapitalmarktsatz in starker Abhängigkeit vom Geldmarktzins befinde, daß also der erstere nur abgeleitet, rein derivativer Natur ist. Diese Abhängigkeit komme allerdings nur zum Durchbruch, wenn das Preisniveau stabil sei und ein erhebliches und länger dauerndes Auseinanderklaffen der beiden Zinsgefüge könne nur dadurch erklärt werden, daß durch Schwankungen des Preisniveaus hervorgerufene Störungen im Wirtschaftsverlauf vorausgegangen seien. Bei normalem Wirtschaftsverlauf jedoch, der sich für Budge darin zeigt, daß Geldmarktzins und ein abstrakt angenommener sog. natürlicher Zins (volkswirtschaftlich gebotener Zins) übereinstimmen, werde sich im Zuge der Ent-

wicklung stets der Kapitalmarktzins auf den Geldmarktsatz einstellen.

Die Tendenz einer Angleichung werde allerdings oft dadurch verdeckt, daß der Geldmarktzins erheblich stärker schwankt als der langfristige Zins. Sobald wir jedoch saisonale und terminmäßige Schwankungen, die auf dem kurzfristigen Markte eine große Bedeutung besitzen, eliminieren, werden wir angenäherte Kurven erhalten. Eine Zinsdifferenz in normalen Zeiten könne nur so erklärt werden, daß in dem höher liegenden Kapitalmarktsatz eine entsprechende Risikoprämie enthalten sei.

Budge unterscheidet mit Recht bei der Betrachtung der Zinsabhängigkeit zwischen einer gesunden und einer darniederliegenden Wirtschaft. Die Aufgabe der Banken besteht nach Budge, wie wir sahen, darin, daß sie durch eine „wirtschaftliche Kreditpolitik" das Preisniveau stabil halten. In unserer Sprache dargestellt scheint uns diese Forderung gleichbedeutend damit zu sein, daß die geldausgebenden Stellen ihre Kreditgewährung den produktiven Kräften gemäß ausrichten und dadurch die Gegebenheiten einer Inflation und einer Deflation vermeiden. Allerdings müssen wir einwenden, daß sich diese Folgen einer falschen Kreditpolitik nicht unbedingt, wie Budge dies scheinbar annimmt, in Preisbewegungen äußern müssen. Vor allem eine deflationistische Geldpolitik wird sich bei der herrschenden Unelastizität des Preisniveaus nicht in einem völlig entsprechenden Sinken der Preise ausdrücken. Orientieren aber die Kreditinstitute ihre Politik nach den produktiven Kräften, so wird dies in der Tat Zinsverhältnisse zur Folge haben, die dem wirklichen Aufwand entsprechen, den eine Bindung von Kapital im Wirtschaftsprozeß verlangt und dementsprechend auch „volkswirtschaftlich geboten" sind. Wir werden aber auf diese Zusammenhänge im 3. Teil noch näher einzugehen haben.

§ 3. Annahme einer nur mittelbaren und bedingten Abhängigkeit.

Während die Autoren, die wir bisher behandelten, mehr dazu neigten, die Frage nach der Abhängigkeit der beiden Zinsgefüge zu bejahen, können die nunmehr folgenden Theoretiker hierbei nicht unbedingt zustimmen. Zwar wird

eine solche Möglichkeit von ihnen nicht völlig ausgeschlossen, jedoch erblicken sie mancherlei Momente, die eine absolute Abhängigkeit fraglich erscheinen lassen.

Vor allem unterzieht Lukas in seinem neuen geld- und kredittheoretischen Werk „Aufgaben des Geldes" die Probleme der Kreditmärkte und damit auch die vorliegende Frage einer eingehenden Untersuchung.

1. Den Grund für eine mögliche Angleichung der langfristigen Sätze an die von ihnen abweichenden Geldmarktzinsen sehen Lukas und die übrigen, in diesen Rahmen gehörigen Autoren, in Kommunikationen zwischen den beiden Kreditmärkten. Der diese Bewegung auslösende Hebel wird in der Gewinnchance auf dem Markt mit höherer Verzinsung erblickt.

2. Für dieses Hinüberwechseln von Mitteln vom einen zum anderen Markt werden von den einzelnen Theoretikern folgende Wege gesehen:

a) Die Kapitalmarktsätze liegen höher als die Geldmarktsätze.

Bei dieser Zinslage besteht die Tendenz, Gelder vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt zu verlagern.

Lukas führt hierbei zunächst die Möglichkeit an, daß Unternehmer kurzfristige Kredite aufnehmen und damit langfristige Investitionen finanzieren. Für den Entschluß eines Unternehmers, Investitionen mittels geliehenen Geldes durchzuführen, sei das Verhältnis zwischen tatsächlich erzielbarem Ertrag und zu tragender Verzinsung maßgebend. Somit wird bei der genannten Zinslage in der Tat ein Anreiz gegeben sein, solche Kredite in langfristigen Anlagen zu binden.

Weiterhin kann nach Lukas, Hahn und Gestrich eine Kommunikation in der angenommenen Richtung dadurch erfolgen, daß Kreditinstitute oder Inhaber von Bankguthaben kurzfristige Mittel in langfristigen Wertpapieren anlegen. Besteht ein Zinsgefälle in Richtung auf den Geldmarkt, so werden „die Inhaber von Bankguthaben dazu übergehen diese Gelder selbst anzulegen, wodurch der Geld-

markt verknappt, der Kapitalmarkt verflüssigt wird".[38]) Lukas führt die bei der Anlagepolitik der Banken herrschende Sitte an, mit mehr oder minder kurzfristigen Mitteln börsengängige oder sogar reichsbanklombardfähige Effekten zu erwerben und als Deckung zu verwenden.

b) Die Kapitalmarktsätze stehen niedriger als die Geldmarktsätze.

Diese Zinslage, so argumentiert Lukas, läßt es günstig erscheinen, Spargelder dem Geldmarkt anstatt dem Kapitalmarkt zuzuführen. Hahn stellt vor allem die Möglichkeit in den Vordergrund, daß in diesem Fall Effekten verkauft werden und der Gegenwert in Bankguthaben stehengelassen wird.

3. Hemmungen, die einer solchen Kommunikation entgegenstehen.

Wir wollen die Meinungen der verschiedenen Autoren getrennt zur Darstellung bringen, wodurch die Uebersichtlichkeit erhöht wird.

A) Lukas hält dem Anreiz, mit niedrigverzinslichem kurzfristigem Leihgelde Investitionen vorzunehmen, die Tatsache entgegen, daß die Geldmarktsätze überaus schwankender und labiler Natur sind. Für einen Unternehmer, welcher einen Kapitalapparat aufbaut, ist infolge der langen Umschlagszeit des Kapitals und der damit verbundenen langen Zinsbelastung, eine stete Zinsentwicklung von ausschlaggebender Bedeutung. Da der Investiteur aber nie damit rechnen könne, „daß ihm der augenblicklich günstige und niedrige Zins des Geldmarktes erhalten bleibt",[39]) so werde die Tendenz zu derartigen Kommunikationen stark abgeschwächt.

Dem Falle eines Erwerbs von Effekten mittels Geldmarktleihgeldes stehe das Risiko eines Kursverlustes gegenüber, denn es sei ja völlig unbestimmt, ob die günstige Kurslage nicht über kurz oder lang eine Verschlechterung erfahre. „In der Tat ist das Kursrisiko ein Moment, das von

38) Hahn, A.: Zur Theorie des Geldmarktes, 1924, S. 316.
39) Lukas: a. a. O., S. 205.

den großen Geldgebern und von den Kreditinstituten jeweils sehr scharf in Rücksicht gezogen wird und das viele kleine Geldgeber überhaupt von derartigen Anlagen zurückschreckt."[40]) Tatsächlich haben die in der Nachkriegszeit öfters auftretenden unmotivierten Kurseinbrüche die Vorsicht gegenüber derartigen Transaktionen verschärft.

Mit dieser, teils auf psychologischen Momenten beruhenden Zurückhaltung erklärt Lukas die oft längere Zeit hindurch auftretenden Diskrepanzen zwischen den beiden Zinsgefügen.

Die Kommunikation von Kapitalmarktmitteln zum Geldmarkt bei Vorliegen eines Zinsgefälles zum langfristigen Markt sieht Lukas ebenfalls nicht für so ohne weiteres gegeben. Denn es sei ja völlig ungewiß, ob die günstige Zinslage nicht nur vorübergehender Natur sei und inzwischen „vielleicht günstige langfristige Anlagemöglichkeiten verloren gehen".[41]) Diese Möglichkeit ergebe sich schon auf Grund folgender Ueberlegungen: Einerseits könne das infolge Zuströmens von Spargeldern erhöhte Angebot am Geldmarkt dort wieder einen Zinsdruck ausüben und so die Zinsspanne wieder verkleinern. Andererseits könne der vorher infolge Abfließens von Mitteln entstandene Kursdruck am Kapitalmarkt alsbald wieder in ein Ansteigen der Kurse umschlagen. Eine Gewißheit, daß Spargelder zum Geldmarkt abströmen, was zu einer Abhängigkeit der Zinsgefüge nötig wäre, sei also keineswegs gegeben. Dagegen spreche auch die Tatsache, daß die Spargelder vielfach über irgendwelche Vermittlungsinstitute (Sparkassen, Versicherungen usw.) angelegt werden. Und diese seien in ihrer Anlagepolitik zumeist stark gebunden.

Im übrigen betrachtet Lukas diesen Vorgang unter dem Gesichtspunkt einer angemessenen Kaufkraftversorgung der Volkswirtschaft. Der mögliche Abfluß von Kapitalmarktmitteln auf den Geldmarkt müsse die Wirkung haben, daß die Kreditansprüche, die seitens des Geldmarktes bei den geldausgebenden Stellen geltend gemacht werden, zurückgehen. Da ein Ausgleich auf anderen Wirtschaftsgebieten nicht eintrete, so liege die Gefahr einer Deflation mit allen ihren wirtschaftlichen Erschütterungserscheinungen nahe.[42])

40) Lukas: a. a. O., S. 206.
41) Lukas: a. a. O., S. 206.
42) Vgl. hierzu Lukas: a. a. O., S. 69 ff.

Eine Kommunikation in der Richtung auf den Geldmarkt hält Lukas allerdings auch dann für wahrscheinlich, wenn unsichere wirtschaftliche Verhältnisse ein erhöhtes Liquiditätsstreben hervorrufen, oder aber wenn sinkende Preise auf die Investitionstätigkeit hemmend wirken. Doch sei dieses Fluktuieren von Spargeldern zum kurzfristigen Markt zumeist nur von kurzer Dauer und dementsprechend geringer Wirkung. Denn einmal bewirke die erfolgende, bereits oben erwähnte Angleichung der Sätze ein Nachlassen der Fluktuation und andererseits führe die eintretende deflationistische Schrumpfung zu einem Rückgang der Sparkapitalbildung. In diesem Fall bringe dann der erhöhte Kapitalmarktsatz das tatsächlich vorherrschende Verhältnis zwischen langfristigem Kapitalbedarf und angebotenem Sparvolumen zum Ausdruck.

Was fernerhin das Fluktuieren bei sinkenden Preisen anbetrifft, so weist Lukas auf die im Deutschland der Nachkriegszeit zu beobachtende Unelastizität der Preise, vor allem nach unten, hin. Bei einer solch starren Preishaltung „fallen derartige H ä u f u n g e n der Wirkung eines Zinsgefälles zwischen Kapitalmarkt und Geldmarkt . . . im großen und ganzen weg".[43])

Wir können die Anschauung von Lukas dahingehend zusammenfassen, daß er eine gewisse Möglichkeit der Kommunikation zwischen Geld- und Kapitalmarkt und damit der Abhängigkeit der Kapitalmarktsätze vom Diskont für gegeben hält. Allerdings ist, so stellt Lukas das Ergebnis seiner Untersuchungen selbst dar, „unserer Erfahrung nach auch dann nicht unter a l l e n Umständen mit diesen Fluktuationen zu rechnen, wenn zwischen den Zinssätzen hier und dort ein ausgesprochenes Gefälle besteht".[44])

B) Auch H a h n begründet die häufig zwischen Geld- und Kapitalmarkt bestehenden Zinsmargen damit, daß die Fluktuationen von einem zum anderen Markt durchaus nicht regelmäßig und allfällig stattfinden. Einerseits hemme das in der Wirtschaft stets vorhandene Liquiditätsstreben die Anlage von kurzfristigen Krediten am Kapitalmarkt, selbst wenn dort eine höhere Verzinsung winke. Auf der anderen Seite seien, wie die Erfahrung lehre, die Zinsver-

43) Lukas: a. a. O., S. 216.
44) Lukas: a. a. O., S. 439.

hältnisse derart schwankender Natur, daß die Anlage von auf den Kapitalmarkt gehörigen Geldern am kurzfristigen Markt „nur dann als besser erscheint, wenn die Vermutung einer gewissen Dauer der Zinsmarge besteht".[45])

Für Hahn ist demnach die Voraussetzung von Kommunikationen zwischen den beiden Kreditmärkten eine Konstanz der Zinsverhältnisse am Geldmarkt. Allerdings ist es schwer, seinen nicht immer klaren Ausführungen auf diesem Gebiete zu folgen und wir können Pollack zustimmen, wenn er schreibt: „Hahns zweideutige Formulierungen sind der Grund, daß man seinen Ausführungen nur schwer folgen kann".[46])

Ist, so stellt Hahn fest, der Zins auf dem Geldmarkt in der Zeit zwischen der Anlage der Mittel auf dem einen und dem Uebergang zum anderen Markt gestiegen, „so droht dem Kapitalmarktgläubiger, der zum Geldmarkt zurück will, ein Verlust bei Abstoßung früher gekaufter, langfristige Ausleihungen verkörpernder Wertpapiere".[47]) Dazu müssen wir nun folgendes bemerken: Den Anreiz, die erwähnten Mittel vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt zu verlagern, bot doch das Vorliegen einer höheren Verzinsung am letztgenannten Markte. Gehen nun aus irgend einem Grunde die Geldmarktsätze wieder in die Höhe, so wird der Kapitalmarktgläubiger, der sein Geld in Effekten angelegt hatte, sicherlich geneigt sein, nachdem nunmehr der vorher herrschende Zinsvorteil weggefallen ist, seine Gelder wieder in die liquidere Geldmarktanlage zurückzuführen. Ein Verlust beim Verkauf dieser Effekten, der dann eintritt, wenn der Anschaffungspreis höher liegt als der Verkaufspreis, kann aber doch nur dann vorliegen, wenn deren Kurs gesunken ist. Hahn macht also implizite die Annahme, daß sich bei einer Zinserhöhung am Geldmarkt auch die Kapitalmarktzinsen erhöhen und damit die Kurse fallen. Entsprechendes gilt im umgekehrten Falle, wenn nämlich Kapitalmarktmittel auf den Geldmarkt strömen.

Auf der anderen Seite betont aber Hahn öfters, daß die Abhängigkeit der Zinsgefüge durchaus keine unbedingte sei, und daß insbesonders „die Kapitalmarktsätze den exzes-

45) Hahn, A.: a. a. O., S. 316.
46) Pollack, W.: L. Alb. Hahns Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. Tübinger Dissertationen, 1931, S. 53.
47) Hahn: Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, 1930. S. 105.

siven Entwicklungen der Geldmarktsätze nicht folgen".[48]) In Widerspruch zu diesen Gedankengängen steht auch die Feststellung Hahns, daß die Zinsbildung auf dem Kapitalmarkt „völlig unabhängig von Bedarf und Angebot an Reichsbankgeld"[49]) ist. Nun wird aber doch gerade am Geldmarkt nach Hahn u. a. „Reichsbankgeld" angeboten und nachgefragt.[50])

Auf diesen dargestellten Anschauungen Hahns beruhen dann auch seine Folgerungen hinsichtlich des Eintritts von Kommunikationen. Erwarte man eine Zinserhöhung am Geldmarkt, so werden auch dann keine Geldmarktmittel in langfristige Anlagen fließen, wenn am Kapitalmarkt eine stärkere Nachfrage herrsche. Glaube man umgekehrt an ein zukünftiges Sinken des Zinsfußes am Geldmarkt, so werden Fluktuationen vom Kapitalmarkt zum Geldmarkt selbst dann nicht erfolgen, wenn auf letzterem der Bedarf intensiver ist als auf dem Kapitalmarkt.

Hahn verschiebt damit seine Begründung mehr ins Psychologische. Denn „Erwartungen" liegen im Gebiete des Irrealen und sind damit theoretisch nicht mehr erfaßbar. Man kann auf Grund bestimmter Indizien eine Zinsänderung „erwarten", immer spielen dann aber bei der darauf begründeten Handlung psychologische und spekulative Momente eine Rolle.

C) Die übrigen Autoren.

Gestrich untersucht zunächst die Wirkungen einer diskontpolitisch hervorgerufenen Zinssenkung am Geldmarkt. Für die Inhaber von Bankguthaben bestehe in diesem Falle der Anreiz, diese aufzulösen und mit den freigewordenen Geldern höher verzinsliche Effekten zu kaufen. Diese Reizwirkung könne nun aber aus verschiedenen auch „nicht direkt wirtschaftlichen — politischen und sozialen" Gründen[51]) aufgehoben sein, sodaß die „potentiellen Effektenkäufer" es vorziehen können, ihr Bankguthaben zu behalten und auf Effektenkauf zu verzichten trotz des damit verbundenen Zinsnachteils. So erklärt Gestrich auch das in

48) Hahn: Volkswirtschaftliche Theorie d. Bankkredits, S. 105.
49) Hahn: Geld und Kredit, 1924, S. 94.
50) Hahn: a. a. O., S. 92.
51) Gestrich: a. a. O., S. 24.

der Zeit nach der Stabilisierung häufig und lange Perioden hindurch zu beobachtende Auseinanderklaffen von lang- und kurzfristigem Zins.

Bei einer Diskonterhöhung und damit bei einem Steigen des Geldmarktzinsgefüges ist Gestrich optimistischer. Zwar kann seiner berechtigten Meinung nach eine Aktienhausse und somit eine billige Kapitalbeschaffung durch Aktienemission trotz des erhöhten kurzfristigen Zinses noch einige Zeit hindurch möglich sein. Anders wirke diese Erhöhung jedoch auf die Kurse festverzinslicher Werte. „Denn der Kapitalanleger wird nicht einsehen, warum er durch Effektenkauf Kursrisiko und langfristige Festlegung in Kauf nehmen soll, wenn er für sein Bankguthaben ebenso hohe Zinsen bekommen kann."[52]) Hier bestehe also die größere Wahrscheinlichkeit, daß Kommunikationen erfolgen, wie im Falle einer Diskontsenkung.

Gestrich empfiehlt die hier vorhandene, konjunkturpolitisch bedeutsame Lücke der Diskontpolitik durch eine andere Methode der Notenbankpolitik (Offen-Markt-Politik) auszufüllen.

Als weiteren Theoretiker, der sich über unser Problem äußert, wollen wir Föhl anführen. Er ist davon überzeugt, daß die Notenbanken „ein direkt wirkendes Mittel zur Regelung des Kapitalmarktsatzes nicht besitzen".[53]) Sie können seiner Ansicht nach lediglich den Geldmarkt verflüssigen oder versteifen. Auch die Offen-Markt-Politik führe nicht zu einer dauernden Anpassung der langfristigen an die kurzfristigen Sätze. Zwar könne die Notenbank durch Effektenkauf deren Kurse steigern und damit die Rendite senken, aber „wenn sie auf die Erhaltung der Wechseldeckung ihres Notenumlaufes Wert legt, dann ist ihre Aufnahmefähigkeit für Effekten doch so beschränkt, daß an einen Ersatz des fehlenden Anlagewillens der Geldbesitzer nicht zu denken ist".[54])

Die Geldpolitik könne hier nur die Hoffnung hegen, daß die Spanne zwischen gesenkten Geldmarktzinsen und wesentlich höheren Sätzen am Kapitalmarkt ein Hinüberfließen von kurzfristigen Geldern in Kapitalmarktgeschäfte auslöse. In dieser Zinsertragsspanne drückt sich nach Föhl der

52) Gestrich: a. a. O., S. 57.
53) Föhl, C.: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf 1957, S. 336.
54) Föhl: a. a. O., S. 337.

„Faktor Vertrauen" aus. Der Entschluß, seine Gelder in langfristigen Anlagen zu binden, sei nicht „unbedingt", sondern hänge ab einmal vom „Vergleich der Gewinnchancen" auf beiden Märkten und zum anderen von der Abschätzung des R i s i k o s, das mit der langfristigen Kapitalanlage notgedrungen verbunden ist. Oft könne aber „diese geschätzte Risikoprämie sehr leicht erheblich größer werden, als jener Zinsfuß der langfristigen Anleihe, der die Unternehmerschaft zu einer vergrößerten Investition anregen würde".[55]) In diesem Falle, so folgert Föhl, werden die Unternehmer selbst dann nicht mit kurzfristigem Gelde investieren, wenn der Zins für letzteres auf Null sinkt.

Zur Ueberwindung dieser Schwierigkeiten schlägt Föhl die Einrichtung eines Finanzierungsinstituts vor. Dieses solle von Staats wegen die Pflege des Kapitalmarktes übernehmen und jegliche privatwirtschaftlichen Interessen zurücktreten lassen. Durch Aufnahme kurzfristiger Gelder, welche es gegebenenfalls langfristig anlegen kann, glaubt Föhl an eine Beeinflussungsmöglichkeit des langfristigen Zinses und damit an „einen wertvollen Hebel . . . zur Steuerung des Konjunkturverlaufes".[56])

Den Abschluß unserer Darstellung der Meinungen verschiedener Autoren soll die Ansicht eines anerkannten Fachmannes auf dem Gebiete der Kreditpolitik bilden: Reichsminister Dr. Schacht führte in einem Vortrag in Kiel am 26. Januar 1934 über wirtschaftspolitische Fragen unter anderem folgendes aus:[57])

„Die Reichsbank habe immer das Bestreben, den Diskontsatz so niedrig wie möglich zu halten. Nicht minder wichtig sei aber die Relation zwischen kurzfristigem und langfristigem Zins. Der Diskontsatz habe jedoch überwiegend direkte Bedeutung n u r f ü r den Geldmarkt. Die Reichsbank sei sich völlig klar darüber, daß eine willkürliche Festsetzung ihres Diskontsatzes k e i n e r l e i bessernde Wirkung für die langfristigen Kredite haben würde."

Damit wollen wir unseren Streifzug durch die über unser Problem vorliegende Literatur abschließen und nunmehr untersuchen, wie sich die beiden Zinsgefüge in Deutschland tatsächlich entwickelt haben.

55) Föhl: a. a. O., S. 338.
56) Föhl: a. a. O., S. 341.
57) Zitiert nach Frankfurter Zeitung vom 27. 1. 1934, Nr. 48.

II. Teil: Entwicklung der Zinssätze in Deutschland

§ 1. In der Vorkriegszeit und Nachkriegszeit bis zum 30. Januar 1933.

Die Entwicklung der deutschen Kreditmärkte nach dem Kriege wurde bestimmend beeinflußt durch die aus Krieg und Inflation erwachsene Kapitalnot und die hierdurch verursachte Abhängigkeit unserer Kapitalversorgung vom Ausland. Die Belastung unserer Wirtschaft durch das Friedensdiktat und die Reparationen, sowie der Verlust gesunder wirtschaftlicher Maßstäbe erreichten, daß sich Kapitalangebot und -nachfrage in Deutschland nur zu einem Preise ausglichen, der wesentlich über dem Vorkriegs- und Auslandsniveau lag.

In der Vorkriegszeit richteten sich die Zinssätze ihrer Grundtendenz nach sowohl in Höhe als auch Bewegungsrichtung nach den allgemeinen volkswirtschaftlichen Verhältnissen. Nach dem Kriege machte sich in starkem Maße der Einfluß des häufig politisch bedingten Zu- und Abströmens von Auslandskapital bemerkbar.

Im Konjunkturverlauf der Vorkriegszeit erfolgte eine Entspannung der Kreditmärkte und damit die Finanzierung des Aufschwungs in der Weise, daß während der Depression, teils sogar schon am Ende der Krise, Geldkapitalien vom kurzfristigen zum langfristigen Markte flossen. Mit flüssigen Mitteln (kurzfristigen Bankdepositen, Wechseln usw.) wurden Wertpapiere angekauft. Dieser Vorgang wurde entscheidend beeinflußt durch die Ertragsspanne zwischen den beiden Kreditmärkten. Die langfristigen Zinssätze reagierten deshalb auf konjunkturell bedingte Bewegungen der Geldmarktsätze, was auch von Helffe-

r i c h[58]) festgestellt wurde. Wenn nun in dieser Zeit die Kapitalmarktsätze v ö l l i g im Banne der Geldmarktsätze gestanden wären, so müßten sie auch auf kurze Veränderungen der letzteren reagiert haben. Daß dies nicht der Fall war, mag folgende Untersuchung zeigen:

Auf Grund von Berechnungen ergibt sich, daß in der Vorkriegszeit die kurzfristigen Raten vom August bis Dezember in jedem Jahr eine Erhöhung zeigten, die um durchschnittlich ca. 30% über dem mittleren Auguststand lag.

Hätten nun die langfristigen Zinssätze auf a l l e Bewegungen reagiert, so hätte auf diese genannten Steigerungen eine Senkung des Kursniveaus der Effekten eintreten müssen. Wir entnehmen nun der interessanten Untersuchung des H a v a r d - Institutes: „An Index of General Business Conditions for Germany 1898—1914" folgende Gegenüberstellung der Meßzahlen der Saisonschwankungen[59])

	Jan.	Apr.	Aug.	Sept.	Okt.	Nov.	Dez.
Privatdiskont	93	89	91	104	119	119	126
Aktienindex*)	101	101	100	101	99	99	100
Anleiheindex**)	101	101	100	99	99	100	100

Diese Meßzahlen stellen die monatlichen Schwankungen der Vorkriegszeit dar (Vorkriegsjahresdurchschnitt = 100).

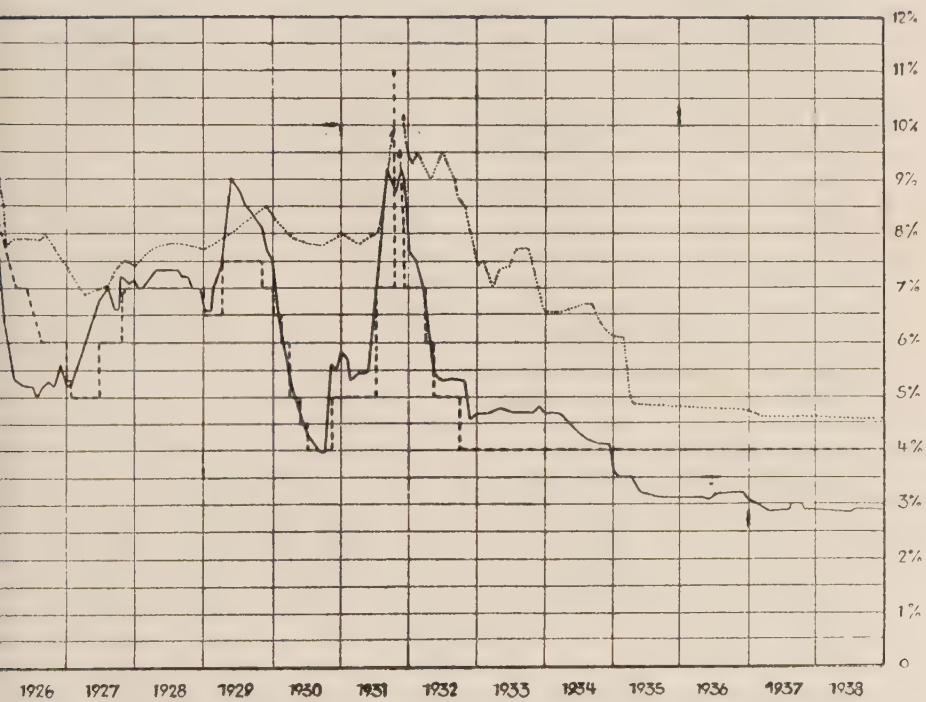
Der Aktien- und Anleiheindex zeigt im letzten Quartal nur einen geringfügigen Druck.

Man ist deshalb berechtigt zu sagen, daß in der Vorkriegszeit die Kapitalmarktraten zwar den langen Wellen der Geldmarktzinsen folgten, nicht aber den kurzen, nur saisonal bedingten.

Die nebenstehende graphische Darstellung der Zinsbewegungen seit 1926 ergibt deutlich, daß eine Uebereinstimmung lange Perioden hindurch nicht bestand. Der Grund liegt darin, daß selbst bei Vorliegen eines starken Gefälles keine, oder nur geringfügige Mittel zwischen Geld- und Ka-

58) Helfferich, K.: Der deutsche Geldmarkt 1895—1902, Schriften des Vereins für Sozialpolitik, Bd. 6, S. 30 ff.
59) Zitiert nach „Der deutsche Volkswirt", Beil. zu Nr. 3, 1926, S. 35.
*) Errechnet aus 6 deutschen Standardpapieren.
**) Zusammengestellt aus 3- und 3½prozentiger Reichsanleihe.

ntwicklung der Zinssätze in Deutsch-land von 1926-1938



ür das Jahr 1931 liegen keine genauen Angaben vor).

--- Reichsbank-Diskont.

— Geldmarktsätze. (Durchschnitt aus Tagesgeld, Monatsgeld u. Privatdiskont. — Nach „Wirtschftl. Mitteilungen der Deutschen Bank u. Diskont-Ges.")

···· Kapitalmarktsätze (Durchschnittsrendite aller an der Berliner Börse gehandelten festverzinslichen Werte. — Nach „Der Deutsche Volkswirt".)

pitalmarkt hin- und herflossen. Vielmehr zeigte die Erfahrung, daß „der Ausgleich zwischen Geld- und Kapitalmarkt viel schwerfälliger geworden ist als früher. Es ergeben sich Stauungen am Geldmarkt mit früher kaum für möglich gehaltenen niedrigen Zinssätzen und gleichzeitig großer Hunger nach langfristigem Kapital mit entsprechend unverhältnismäßig hohem Zins“.[60])

Wir wollen nun versuchen an Hand der wirtschaftlichen Entwicklung festzustellen, ob Fluktuationen stattgefunden haben und wenn nicht, worin die Wurzeln zu suchen sind. Naturgemäß sind wir in hohem Maße auf Schätzungen und Vermutungen angewiesen, da eine genaue statistische Erfassung aller notwendigen Daten unmöglich ist.

Die Diskontsenkungen der Reichsbank im Jahre 1926 hatten auch ein Sinken des kurzfristigen Zinsgefüges zur Folge. Trotz dieses gesenkten Niveaus konnte im ersten Halbjahr eine anhaltende Flüssigkeit auf dem Geldmarkt festgestellt werden. Diese führte auch zu einer Erleichterung am Kapitalmarkt, denn das bestehende Zinsgefälle löste ein Hinüberströmen von Geldern vom Geld- zum Kapitalmarkt aus. Vor allem geschah dies durch die Ausgabe von Solawechseln durch die Golddiskontbank. Diese stellte die so aus dem Markt gezogenen Mittel der Rentenbankkreditanstalt zur Verfügung, wofür die Golddiskontbank Schuldscheine des angeführten Instituts übernahm. Im übrigen weisen sowohl die überaus starke Emissionstätigkeit, als auch die Entwicklung der Renditen festverzinslicher Werte auf Kommunikationen hin (z. B. fiel die Rendite der 5%igen Goldpfandbriefe von 7,53 im Jan. auf 6,08 im April 1926).

Dieser Vorgang der Umwandlung von Geldmarktmitteln in langfristige Anlagen setzte sich mit kurzen Unterbrechungen bis Februar 1927 fort. An dieser Umlagerung waren zum großen Teil auch öffentliche Mittel beteiligt. Daß sich der Abstand zwischen den beiden Zinsgefügen nur sehr langsam verringerte, hatte seinen Hauptgrund wohl im Mangel an psychologischer Stabilität in der Wirtschaft als Nachwirkung der Erschütterungen der vorangegangenen 12 Jahre. Vor allem gab es noch keine volkswirtschaftliche

60) Weber, A.: Depositen- und Spekulationsbanken, 1938, S. 72.

Durchschnittsverzinsung und keine gesicherte Rentabilitätschance.

Die verbilligte Kapitalbeschaffung, die günstigen Wirkungen des englischen Kohlenarbeiterstreiks, sowie die politische Beruhigung bildeten die Grundlage für den nun einsetzenden Konjunkturaufschwung. Die starke Inanspruchnahme des Kapitalmarktes durch Emissionen (500 Mill. Anleihe des Reichs) führte anfangs 1927 zu seiner Erschöpfung. Der langfristige Bedarf wurde nun am Geldmarkt befriedigt, dessen Sätze dadurch erheblich anstiegen. Die Spanne zwischen Geld- und Kapitalmarktzinsen verringerte sich und damit war auch der Anreiz genommen, Geldmarktmittel langfristig zu binden. Die Kredite konzentrierten sich auf das Warengeschäft, der Zufluß von Sparmitteln bei den Sparkassen zeigte eine Abnahme, die Emissionen gingen stark zurück, vor allem deshalb, weil das Publikum wenig Neigung bekundete, Effekten aufzunehmen.

Da der Kapitalmarkt völlig erschöpft darniederlag und der Zufluß von Auslandskrediten versiegte, brach der Aufschwung ab und ging in eine Depression über. Obwohl sich der Geldmarkt verflüssigte, strömten im Jahre 1928 nur ganz geringe Mittel von dort zum Kapitalmarkt, denn die Betätigung am kurzfristigen Markt war lohnender, lag doch beispielsweise der Monatsgeldsatz das ganze Jahr hindurch über der Rendite 5—7%iger Pfandbriefe. Erst das Sinken der kurzfristigen Zinsen Ende 1928 erhöhte wieder den Anreiz zum Kauf von festverzinslichen Werten und so trat in dieser Zeit eine Erleichterung am langfristigen Markt ein, die zu einer geringen Kurssteigerung der Festverzinslichen führte.

Die Zuspitzung der Sachverständigenverhandlungen in Paris löste im April 1929 eine Währungskrise aus. Infolge der damit verbundenen internationalen Kreditverteuerung zogen auch die deutschen Geldsätze stark an. Gold- und Kreditabzüge seitens des Auslandes zwangen die Reichsbank im April zu einer Diskonterhöhung und ab Mai zur Kreditrestriktion. Der konjunkturelle Rückgang von Beschäftigung und Produktion band nur unbeträchtliche Geldmarktmittel, und da die inländische Kapitalbildung nachließ, flossen erhebliche kurzfristige Gelder in langfristige Anlagen, worauf der trotz rückläufiger Wirtschaftsentwicklung noch sehr umfangreiche Wechselumlauf hinwies. Doch wuchs die

Anspannung am Kapitalmarkt mehr und mehr und es wurde immer schwieriger, Emissionen unterzubringen, zumal auch die sich verringernde Ertragsspanne ein weiteres Fluktuieren zwischen den Märkten hemmte.

Der Zusammenbruch der New-Yorker Börsenhausse zeigte den offenen Ausbruch der Weltwirtschaftskrisis an und auch in Deutschland ging die Depression in eine Krise über. Die damit verbundene Freisetzung von Kapital führte zu einem Absinken der Geldmarktsätze und die so verursachte Diskrepanz zwischen Geld- und Kapitalmarktraten bot ihrerseits wieder Veranlassung zu Fluktuationen (Jahreswende 1929/30). Und zwar verhinderten die wenig günstigen Rentabilitätsaussichten der Unternehmungen und überhaupt der verhältnismäßig geringe Kapitalbedarf der privaten Wirtschaft einen Zufluß der Geldmarktmittel zum Markt der Dividendenwerte zugunsten des Zustroms zu dem der festverzinslichen Papiere. Eine nachhaltige Angleichung der Sätze erfolgte jedoch der unsicheren politischen Lage und des damit verbundenen Mißtrauens wegen nicht.

Diese Entwicklung wurde unterbrochen, als im Zuge der Reichstagswahlen im September 1930, die die kommende innerpolitische Entscheidung bereits andeuteten, ein Abfluß von Auslandsgeldern einsetzte (vom 7. Sept. bis 28. Oktober strömten 596 Mill. Devisen ab), der die Zinssätze stark emporschnellen ließ.

Die ungeklärte politische Lage verstärkte die Scheu vor langfristigen Bindungen und das Bestreben, solche zu lösen und den Gegenwert in Sorten, am Geldmarkt oder im Ausland unterzubringen. Es erfolgte keine Angleichung der weit auseinanderklaffenden Zinsgefüge, obwohl „die wirtschaftlichen Voraussetzungen . . . für eine Entlastung des Kapitalmarktes gegeben waren: Von seiten des Angebots bestand die Tendenz zur Ueberführung jetzt kurzfristiger und niedrig verzinslicher Mittel in langfristige, wesentlich höhere Renten gewährende Anlageformen. Seitens der Nachfrage herrschte jedoch zunächst große Zurückhaltung".[61]) Die Abneigung vor langfristiger Bindung verfügbarer Kapitalien stieg bis zur Jahreswende 1930/31 derart, daß der Kapitalzins trotz nur geringer Nachfrage nicht

61) Viertelj.-Hefte z. Konjunkturforschg., 5. Jahrg., Teil A., Heft 3., S. 34.

unbeträchtlich stieg. Das Vertrauen als Basis für einen Ausgleich zwischen den Kreditmärkten fehlte und so konnte auch das bestehende Zinsgefälle seine regulierende Wirkung nicht ausüben.

In den ersten Monaten des Jahres 1931 wanderten Geldmittel vom Geldmarkt zunächst in mittelfristige Anlagen (z. B. Schatzanweisungen, deren Rendite fiel). Nur zögernd fand auch eine Bindung in langfristigen Anlagen statt; dementsprechend war auch die Angleichung der Sätze nur vorübergehend und unerheblich.

Anfangs Juni setzte eine neue Vertrauenskrise ein, deren Ursachen politische Faktoren, vor allem aber der am 11. Mai erfolgte Zusammenbruch der österreichischen Creditanstalt, waren. Wiederum wurden Auslandsgelder in großem Ausmaß zurückgerufen; „von Ende Mai bis Mitte Juli, also in einem Zeitraum von kaum 8 Wochen, wurden der deutschen Wirtschaft mindestens 2½ Milliarden Kapital entzogen".[62]) Die Reichsbank sah sich wegen dieses überaus starken Verlustes an Devisen gezwungen, zur individuellen Kreditrestriktion zu schreiten. Vorübergehend wurde der Diskontsatz auf 15% (am 1. August) hinaufgesetzt. Auch die Kapitalmarktsätze erreichten eine außergewöhnliche Höhe. Da schon für kurzfristige Kredite mühelos Zinsen bis zu 9% erzielt werden konnten, fanden Fluktuationen von kurzfristigen Geldern in langfristige Anlagen kaum statt. Der hohen Zinslage für Kapitalmarktkredite entsprechend war auch die Nachfrage nach solchen sehr gering. Auch das Angebot stockte völlig, was aus dem Rückgang der Sparkasseneinlagen von Juni bis Oktober um 11,5% des Standes Ende Mai 1931 hervorgeht. Die Anspannung der Kreditmärkte ergab sich aus den beiden Grundtatsachen: Valutarische Beengtheit der Reichsbank und geschwundenes Vertrauen.

Die deutsche Volkswirtschaft geriet in den Zustand einer chronischen deflationistischen Unterversorgung mit Kaufkraft. Der Rückgang des Kreditvolumens ist schwer zu erfassen, da die Giralgeldmenge statistisch nicht genau festzulegen ist. Sicher ist aber, daß bei mangelndem Vertrauen in die wirtschaftliche Entwicklung gerade das Giralgeld sehr leicht gewissermaßen „verdunstet".[63]) Und die Gefahr be-

62) Der deutsche Volkswirt, 6. Jahrg., Beil. zu Nr. 13/14, S. 106.
63) Lukas, E.: Weltkrise und deutsche Wirtschaft, 1931, S. 36.

steht hierbei insbesondere darin, daß dieser Kaufkraftschwund buchmäßig zumeist unmerklich vor sich geht. Immerhin kann man aus dem Rückgang der industriellen Produktion von April 1930 bis Dezember 1931 um 36% auch Schlüsse auf die Abnahme des die Wirtschaft durchflutenden Kaufkraftstromes ziehen.[64])

Um die unerträglich hohe Zinsbelastung der Wirtschaft zu brechen, wurde in der 4. Notverordnung vom 8. Dezember 1931 eine Zwangszinssenkung durchgeführt. Da jedoch eine solche meistens nur den Nominalzins trifft, so wirkt sie als ein Schlag gegen das langfristige Sparkapital und als Abschreckung für Anlagesuchende. Sie wird sehr leicht durch Erhöhung des Disagios wieder ausgeglichen, wodurch die gewünschte Wirkung vereitelt wird, was auch die Kursentwicklung nach der Zinssenkung bewies.

Trotz wiederholter Senkung des Bankdiskonts im ersten Halbjahr 1932 hielt die Kreditdeflation an. Die Spanne zwischen den Sätzen auf den beiden Kreditmärkten erweiterte sich, ohne daß Flukuationen vom Geld- zum Kapitalmarkt erfolgten. Vielmehr ist eher anzunehmen, daß Kapitalien, die langfristig gebunden waren, mobilisiert und kurzfristig angelegt wurden. Einen Anhaltspunkt hierfür bietet das Zurückgehen des Umlaufs an Pfandbriefen und Kommunalobligationen. Eine Unterbringung von Emissionen zu annehmbaren Bedingungen war unmöglich. Die von der Reichsbank unternommenen Maßnahmen zur Milderung des Deflationsdruckes wurden hinsichtlich ihrer Wirkung auf den Kapitalmarkt durchkreuzt durch die vertrauenserschütternden Zwangseingriffe der Regierung und die stetig steigende Verschuldung der öffentlichen Hand (z. B. betrug das Defizit der deutschen Gemeinden 1931 ca. 350 Millionen und 1932 750 Millionen Reichsmark).[65])

Erst im dritten Quartal 1932 setzte langsam ein Angleichen der langfristigen an die kurzfristigen Sätze ein. Das Institut für Konjunkturforschung schrieb damals: „Ein flüssiger Kapitalmarkt gehört mit zu den Grundvoraussetzungen eines organischen Aufschwungs. Sehr viel hängt also davon ab, ob der Zustrom vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt, der eben begonnen hat, auch anhält. Bei dem Unter-

64) Vgl. „Deutscher Volkswirt", 6. Jahrg., Beil. zu Nr. 13/14. 1931, S. 107.
65) Der deutsche Volkswirt, 6. Jahrg., Nr. 30, S. 972.

schied der aus kurzfristiger Geldausleihe an den Geldmärkten, sowie der aus Rentenkauf erzielbaren Renditen, wird dies dann der Fall sein, wenn das Vertrauen der Kapitalgeber in die Sicherheit ihrer vertraglichen Rechte nicht erneut erschüttert wird".[66])

Daß die Spanne immer noch beträchtlich blieb, deutete darauf hin, daß trotz des erhöhten Ertrages eine Scheu vor langfristigen Bindungen bestand. Das Vertrauen, vor allem gestört durch die vorübergehende Schließung der Börsen (13. Juli bis 3. September 1931), die erzwungene Zinssenkung, die Einstellung des Zinsendienstes verschiedener Kommunen und das gesetzlich aufgehobene Kündigungsrecht der Hypothekengläubiger, war immer noch nicht zurückgewonnen. Und so mußten Mitte 1932 Kapitalzinsen bis zu 9% bezahlt werden.

Dazu kam, daß die Banken ein erhöhtes Liquiditätsstreben an den Tag legten, was sie zu einer Verringerung der langfristigen Ausleihungen zugunsten der kurzfristigen veranlaßte.

An der Jahreswende 1932/33 charakterisierte das Institut für Konjunkturforschung die Kreditmarktlage folgendermaßen: Es wirkten zwei Kräfte gegeneinander: „Die depressionsübliche Fluktuation der Geldkapitalien lenkt Geldmarktmittel auf den Weg zum Kapitalmarkt; die durch die Kreditkrise vom Juli 1931 geschaffene depressionswidrige Liquiditätslage der Banken, Sparkassen . . . zieht Mittel aus der langfristigen Anlage heraus und drängt sie in die kurzfristige. Für die Lage am Kapitalmarkt ist entscheidend, welche von beiden Kräften stärker ist".[67])

§ 2. Die Kreditmärkte unter nationalsozialistischer Führung.

Die wachsende deflationistische Unterversorgung unserer Volkswirtschaft mit Kaufkraft und als deren Folge das stete Ansteigen der Arbeitslosigkeit und die Schrumpfung von Produktion und Absatz veranlaßte die Wirtschaftsführung des Neuen Reiches zu einer Kaufkraftinjektion großen Ausmaßes. Galt es doch einer mit Realkapital reichlich ausgestatteten Wirtschaft neue Auftriebskräfte zu geben.

Es ist hier nicht der Ort, die ganze Technik der Arbeits-

66) 3. Vierteljahrsheft zur Konjunkturforschung, Teil A., 1932, S. 154.
67) 4. Vierteljahrsheft zur Konjunkturforschung, Teil A., 1933, S. 197.

beschaffungsfinanzierung aufzurollen. Dazu sei auf die reichliche Sonderliteratur verwiesen. In unserem Zusammenhang aber ist es wichtig, darauf hinzuweisen, daß die Auslösung des deutschen Wirtschaftsaufschwungs nicht durch zinspolitische Maßnahmen erfolgte, weil der Automatismus des Kreditapparates völlig versagt hatte. Auch eine starke Diskontsenkung hätte die Wirtschaft nicht aus ihrer Starre zu lösen vermocht.

Das Liquiditätsstreben der Wirtschaft hielt auch noch 1933 an. Ein Teil der injizierten Mittel wurde zur Abdeckung von Krisenresten verwendet. Erst Mitte 1934 erfuhr der Geldmarkt eine merkliche Auflockerung. Eine allmähliche Besserung der Kostenrelationen und Einkommensverhältnisse, Transfermoratorium und Lagerauflösung waren die unmittelbaren Gründe hierfür. Entscheidend war jedoch die Expansion des Gesamtkreditvolumens im Zuge der Durchführung des Arbeitsbeschaffungsprogramms, durch das auch die Grundlage für eine Erweiterung des Produktionsvolumens und damit des Einkommens geschaffen wurde.

Diese Geldmarktverflüssigung strahlte auch auf den Kapitalmarkt über. Bis zum Herbst 1934 zeigte der Kapitalmarkt erhebliche Stockungserscheinungen. Seit September bahnte sich dann ein erfreulicher Umschwung an, wie es die Senkung der Renditen zum Ausdruck bringt.

Die immer noch große Ertragsspanne zwischen den Kreditmärkten mußte, nachdem wieder geordnete wirtschaftliche Verhältnisse vorlagen, freie Geldmarktmittel an den Kapitalmarkt verlagern. Verschiedene staatliche Maßnahmen dienten dieser „Pflege des Kapitalmarktes". Die Einführung der Offenmarktpolitik durch die Aenderung des Bankgesetzes vom 27. Oktober 1933 erlaubte der Reichsbank den Ankauf und Verkauf von Effekten und ermöglichte ihr dadurch, den Ausgleich zwischen Kapital- und Geldmarkt zu erleichtern. Das Reichsgesetz über das Kreditwesen vom 5. Dezember 1934 bahnte zwar grundsätzlich eine Trennung von Geld- und Kapitalmarkt an, doch anerkannte es durchaus die Möglichkeit, „einen Teil der kurzfristigen Einlagen für längerfristige Anlagen zu verwenden".[68]) Deshalb sol-

68) Begleitbericht des Untersuchungsausschusses für das Bankwesen 1933 zu dem Entwurf d. RG. über das Kreditwesen.

len auch im kurzfristigen Bankgeschäft Liquiditätsreserven zweiter Ordnung in lombardfähigen Wertpapieren angelegt werden. Das Anleihestockgesetz vom 5. 12. 1934 ist ebenfalls in diesem Sinne zu bewerten.

Die abgleitenden Geldmarktzinsen und die damit verbundene Auflockerung und Renditensenkung am langfristigen Markt schufen die Grundlage für die Konversion von ungefähr 100 Millionen RM. festverzinslicher Werte, die im Frühjahr 1935 durchgeführt werden konnte. Es gelang, die Renditen von annähernd 7% Mitte 1934 auf ca. 4,8% im Mai 1935 zu senken.

Die zunächst beschränkte Aufnahmefähigkeit des Kapitalmarktes in den ersten Jahren der nationalistischen Wirtschaftsepoche ließ es volkswirtschaftlich zweckmäßig erscheinen, den Geldmarkt zur Deckung des großen Kreditbedarfs der öffentlichen Hand heranzuziehen. Dies geschah durch Inanspruchnahme von Wechselkrediten in Form von Reichsschatzwechseln, Reichsschatzanweisungen, durch Diskont von Arbeitsbeschaffungswechsel und durch Ausgabe von Solawechsel der Deutschen Golddiskontbank. Auf diese Weise flossen Mittel vom Geld- zum Kapitalmarkt und führten, nachdem das Vertrauen in eine gesicherte wirtschaftliche Entwicklung wieder gewonnen war, allmählich zu einer Angleichung der langfristigen Sätze an die stetig sinkenden kurzfristigen. So paßten sich auch die langfristigen M a r k t sätze den durch die Konversion gewählten N o m i n a l sätzen an. Darin lag der entscheidende Unterschied zu der Zwangskonversion vom Dezember 1931.

Die deutsche Wirtschaft wuchs immer mehr in den Zustand der Vollbeschäftigung hinein. Um eine inflationistische Entwicklung zu vermeiden, war es ausschlaggebend, ein Hinüberströmen von kurzfristigen Mitteln zum Kapitalmarkt nur in dem Ausmaß zuzulassen, als in angemessener kurzer Frist aus Haushaltsmitteln gedeckt oder vom freien Kapitalmarkt fundiert werden konnten.

Die Kurse der festverzinslichen Werte näherten sich dem Paristand. Der deutsche Rentenmarkt wurde voll funktionsfähig, sodaß bis anfangs 1938 über 9 Milliarden RM. Reichsanleihen aufgelegt werden konnten. Auch die Aktienkurse verzeichneten in steter Entwicklung einen Anstieg, als Spiegelbild des Wachsens der deutschen Wirtschaft und der Gewinnlage der Industriegesellschaften.

III. Teil: Zusammenfassende Darstellung des Problems

§ 1. Abhängigkeit der Zinsgefüge nur bei Kommunikationen.

Unsere Untersuchungen im vorhergehenden Kapitel ergaben, daß der Kapitalzins keineswegs unter allen Umständen durch Veränderungen des kurzfristigen Zinsgefüges beeinflußt werden kann, wie dies beispielsweise Riefler für amerikanische Verhältnisse feststellt. Ein Blick auf die graphische Darstellung zeigt vielmehr, daß die beiden Zinskurven zwar zuweilen in größeren oder kleineren Spannen etwa parallel liefen, oft aber stark divergierende Bewegungen aufwiesen. Der Grund für diese Erscheinung liegt, wie uns ebenfalls klar wurde, darin, daß selbst bei Vorliegen einer erheblichen Diskrepanz häufig keine oder nur unbeträchtliche Mittel vom Markt mit niedrigem zu dem mit höherem Zinsertrag flossen. Denn darüber besteht kein Zweifel, daß die Diskontpolitik nur dann Einfluß auf die Zinslage am Kapitalmarkte ausüben kann, wenn Fluktuationen vom einen zum anderen Markte stattfinden können. Wenn Keynes, wie wir oben darstellten, diese Abhängigkeit ohne in Erscheinung tretende Kommunikationen für begründet hält, so müssen wir dieser Auffassung unsere Zustimmung versagen. Ein Auseinanderklaffen von Sparvolumen und Investitionsvolumen läßt sich nur durch die Annahme solcher Fluktuationen erklären.

§ 2. Keine Abhängigkeit in der Depression.

Besonders augenscheinlich und auffallend zeigte sich ein Auseinanderklaffen der Zinsgefüge in der Depression.

A) War einmal eine zur krisenhaften Depression führende Störung, gleichwie exogener oder endogener Art, ein-

getreten, so führte dies zu einer vorsichtigen Zurückhaltung sowohl der Kreditbietenden als auch der Nachfrageseite. Die Banken gewährten Unternehmungen, die im Zuge dieser wirtschaftlichen Entwicklung in eine schlechte Situation gerieten, schwerlich Kredit. Und auch die Lust der Privatwirtschaft zur Kreditaufnahme nahm merklich ab. Man befürchtete auch in den noch gesunden Teilen der Volkswirtschaft, daß die Störung infolge der Verflochtenheit aller Wirtschaftszweige auf sie ebenfalls übergreifen würde. Um dem zu begegnen, baute man bestehende Verpflichtungen ab und ging an deren Stelle keine neuen mehr ein. In der gesamten Wirtschaft zeigte sich die Tendenz zur Erhaltung eines hohen Liquiditätsgrades. Freie Kapitaldisposition wurde dort angelegt, wo eine schnelle Flüssigmachung möglich war. Aus diesem Verhalten ergab sich eine ungewöhnlich starke Stauung von kurzfristigen Geldmarktmitteln, während am Kapitalmarkt in diesem Zeitraum ein nahezu völliger Angebotsmangel herrschte. Dieser ungleichen Angebotsverteilung entsprachen dann auch die Zinsverhältnisse an den beiden Märkten. Einem niederen Geldmarktzins stand ein trotz der starken Nachfrageverkürzung anormal hoher, aufgetriebener Kapitalmarktsatz gegenüber. Dieses krankhafte Liquiditätsstreben, bei dem oft das Vorbild des einen den anderen ansteckte, wieder dessen Verhalten bestimmte und zu einer „psychologischen Grundhaltung des Pessimismus in der Wirtschaft“[69]) führte, trug natürlich die Gefahr einer deflationistischen Unterversorgung der Volkswirtschaft mit Kaufkraft in sich. Dabei handelte es sich dann in den meisten Fällen nicht nur um einen vorübergehenden Prozeß, sondern die einmal einsetzende Schrumpfung der Kreditbeanspruchung bot wiederum den Anlaß zu einer Kaufkraftdrosselung an anderen Stellen der Wirtschaft. Und so geriet die Volkswirtschaft infolge der herrschenden Unelastizität des Preisniveaus in einen circulus vitiosus der Eigendeflation mit allen bekannten wirtschaftlichen Krankheitserscheinungen. Daß bei dieser Entwicklung das Giralgeld eine entscheidende Rolle spielte, wurde oben schon erwähnt. Wir hatten hier also das ebenfalls schon genannte Auseinanderklaffen von volkswirtschaftlichem Kaufkraftbedarf und privatwirtschaftlicher Kredit-

69) Lukas, E.: Aufgaben des Geldes, 1937, S. 477.

beanspruchung, das bei der engen Verkoppelung von Geld- und Kreditorganisation in der modernen Verkehrswirtschaft stets naheliegt. Es ist die Aufgabe der staatlichen Wirtschaftspolitik, den die Wirtschaft durchflutenden Kaufkraftstrom immer gerade den einsatzfähigen produktiven Kräften anzupassen.

B) Trotz dieser für Kommunikationen günstigen Zinslage erfolgten solche in der Depression nicht oder aber nicht in genügendem Ausmaße, um eine Angleichung der Sätze zu bewirken. Einer Vornahme von Investitionen mit kurzfristigem Leihkapital standen verschiedene Hemmungen entgegen.

Einerseits wirkten in der Richtung die mit Investitionsprozessen verbundenen Risiken. Schon die gefährliche zeitliche Diskrepanz zwischen den Fälligkeiten und den zur Amortisation dienenden Produktionseinnahmen erschien in solchen Zeiten dem Unternehmer in einem besonders trüben Lichte. War es doch überhaupt nicht sicher, ob für die mittels Kredit hergestellten Investitionsgüter die erforderlichen Absatzbedingungen gegeben waren. Die Tendenz zur Zurückhaltung wurde noch verstärkt durch die große Zahl von Insolvenzen, durch Valutabefürchtungen und durch die unsichere und unstete innenpolitische Gesamtkonstellation. Vor allem der letztgenannte Punkt darf nicht unterschätzt werden, denn Voraussetzung einer gesunden wirtschaftlichen Entwicklung ist eine ruhige politische Lage und davon konnte in den Nachkriegsjahren bis 1933 nicht die Rede sein.

Aber auch die kreditgewährenden Institute gingen an diesen verstärkten Risiken nicht unbeachtet vorüber. Für sie bestand letztlich die einzige reale Sicherstellung der hingegebenen Kredite in dem Gelingen der mittels dieser Kredite durchgeführten wirtschaftlichen Kombinationen. Auch sie legten deswegen in diesen Zeiten des Tiefstandes eine vorsichtige Zurückhaltung an den Tag.

Andererseits ist für den Unternehmer bei der Frage, ob er mit Kredit investieren will oder nicht, das Verhältnis entscheidend zwischen Zinsfuß und erwarteter Rentabilität. Nun mag der Zinsfuß am Geldmarkt in Depressionszeiten absolut gesehen gewiß niedrig gewesen sein,

Aber der Zins als solcher hat nur einen Sinn, worauf übrigens auch Wicksell hinweist, in Bezug auf die antizipierte Ertragsskala. Nun erschienen die Rentabilitätsaussichten in solchen Zeiten in sehr ungünstigem Lichte und damit verlor auch ein an sich niedriger Geldmarktzinsfuß die Reizwirkung hinsichtlich der Vornahme neuer Investitionen.

§ 3. Die Lage im Aufschwung.

Bei der Ueberwindung der Depression spielen Vorgänge an den Kreditmärkten eine entscheidende Rolle, denn offenbar kann eine Stockung vor allem dadurch überwunden werden, daß die Intensität der Kreditnachfrage gesteigert wird. Zu untersuchen, ob dies im Zuge des konjunkturellen Automatismus geschieht und überhaupt möglich ist, oder aber auf Interventionen des Staates beruht, fällt nicht in unseren Rahmen. Tatsache ist aber, daß Aufschwungsentwicklungen in der Vergangenheit des öfteren durch Kredite eingeleitet und finanziert wurden, die vom Geldmarkt zum Kapitalmarkt fluktuierten.

Da diese Kommunikation von kurzfristigen Mitteln auf den langfristigen Markt ein Kernstück der monetären Konjunkturtheorie darstellt, scheint es uns notwendig, ihre in unseren Rahmen fallenden Meinungen kurz zu skizzieren und auf die daran geknüpften Folgerungen einzugehen.

A) Nach der monetären Lehre wird der Zins, das Entgelt für die Kreditgewährung, durch Angebot und Nachfrage von Kapital eindeutig bestimmt. Der sich nach den allgemeinen Preisgesetzen bildende Zins wird in Anlehnung an Knut Wicksell der sog. „natürliche Zins" oder „Gleichgewichtszins" genannt. Oft stimmt jedoch der geltende Marktzins mit diesem gedachten Zins nicht überein. „Solche Abweichungen des Bankzinses vom natürlichen Zins sind es, die nach der monetären Konjunkturtheorie die Ursache für das Entstehen des Konjunkturzyklus bilden".[70]) Kommt nämlich der Marktzins unter den Gleichgewichtszins zu liegen, so werden kurzfristige Kredite zu Investitionen verwendet. Das Investitionsvolumen übersteigt somit die Sparkapitalbildung. Infolge der erhöhten Nachfrage nach Kapi-

70) Schramke, R.: Geldversorgung und Konjunktur in „Die Staatsbank", Nr. 23, Berlin, 1937.

talgütern steigen deren Preise und in weiterer Folge auch das gesamte Preisniveau. Die gestiegenen Gewinnaussichten der Unternehmer bilden den Anreiz zu weiterer, übermäßiger Ausdehnung der Kapitalgütererzeugung. Aus Liquiditätsgründen werden jedoch die Banken nach einiger Zeit gezwungen, die Gewährung solcher zusätzlicher Kredite zu drosseln. Die Rentabilität der Unternehmungen erfährt dadurch eine tiefgreifende Veränderung, zumal ja auch die Preissteigerungen und die damit verbundenen Gewinne wegfallen. Die Unternehmer antworten darauf mit Arbeiterentlassungen und Betriebsstillegungen. Die Wirtschaft gerät in das Stadium der konjunkturellen Krise. Ausgelöst wurde diese Entwicklung nach der monetären Lehre also dadurch, daß mit zusätzlichen Krediten der Aufschwung finanziert wurde und deren Drosselung dann die Krise herbeiführte. Sie verbindet dabei mit dieser Fluktuation von Geldmarktmitteln zum Kapitalmarkt den Gedanken des u n b e d i n g t e n Eintritts einer Kreditinflation.

B) Dieser Auffassung kann unserer Meinung nach nicht beigepflichtet werden. Zwar ist es, wie schon angedeutet, eine Erfahrungstatsache, daß der Uebergang von der Stokkung zur wirtschaftlichen Aufwärtsentwicklung und deren Fortführung dadurch geschehen ist, daß langfristige Investitionen mit zusätzlicher, kurzfristig kreditierter Kaufkraft finanziert wurden. Beispielsweise war dies, wie aus unseren Darlegungen klar wurde, in der Vorkriegswirtschaft bei uns der Fall und auch der Wirtschaftsanstieg 1927, sowie die Entwicklung seit 1933 bieten Belege hierfür. Auch ist es durchaus möglich und für die Vergangenheit zutreffend, daß dieser Vorgang übersteigert wurde und dann in sich zusammenbrechen mußte. Vor allem kann diese Uebersteigerung an der Kursbildung an der Börse sichtbar werden. In derartigen Aufschwungsperioden gerät die Wirtschaft öfters in einen psychologischen Taumel. Die Kursbildung der Wertpapiere und damit deren Zinssätze richten sich sehr oft nicht nach den effektiven Ertragsmöglichkeiten des bewirtschafteten Realkapitals. „Vielmehr finden wir Kursentwicklungen, bei denen die Kurse in gar keinem verständigen Verhältnisse mehr zu den zu erwartenden Erträgen stehen."[71]) Man hofft, daß das Verhalten andere

71) Lukas, Aufgaben des Geldes, S. 475.

Kursbewegungen zeitige, die gewinnbringend sind, und schafft so durch sein eigenes Verhalten die Voraussetzung für die dann eintretende Kursbewegung. Ein auf solche Art künstlich hochgetriebenes Kursgebäude kann dann sehr leicht zusammenbrechen (z. B. „schwarzer Freitag" Ende 1929 in New-York). In der Folge wird sich eine derartige Störung in der schon genannten Drosselung der Kreditbeziehungen auswirken.

Eine inflationistische Tendenz muß diesem Fluktuationsvorgang jedoch, wie es die Anhänger der erwähnten Theorie tun, nicht unter allen Umständen beigelegt werden. Entscheidend ist vielmehr — und dieser Gesichtspunkt ist für unser Problem grundlegend — ob wir es mit einer Volkswirtschaft zu tun haben, die mit Kaufkraft unversorgt und dementsprechend auch unterbeschäftigt ist, oder aber mit einer gesunden, voll beschäftigten, in welcher der Kaufkraftstrom den einsetzbaren produktiven Kräften angemessen gehalten wird.

Im ersten Falle ist es gesamtwirtschaftlich durchaus wünschenswert, der ausgebluteten Geldzirkulation neue, zusätzliche Mittel zuzuführen. Die Tatsache, daß kurzfristige Gelder in langfristige Anlagen fließen, daß also das Investitionsvolumen die Spargeldmenge übersteigt, hat mit Inflation keineswegs etwas zu tun. Denn als solche bezeichnen wir den Zustand, daß in einer vollbeschäftigten, mit Kaufkraft angemessen versorgten Wirtschaft die zuströmenden, zusätzlichen Gelder die Erzeugungsmöglichkeiten bei gegebenen Preisen übersteigen, was dann allerdings nach eingetretener Lagerräumung und Warenknappheit inflationistische Preissteigerungen zur Folge hat.

Die deutsche Wirtschaftsführung nahm seit 1933 an der sich im Zustande chronisch deflationistischer Kaufkraftunterversorgung befindlichen Wirtschaft „Kaufkraftinjektionen" (Lukas) vor. Der dadurch eingeleitete deutsche Wirtschaftsaufschwung reifte mehr und mehr der Vollbeschäftigung entgegen und die maßgebenden Männer der Wirtschaftsführung beachteten, daß eine über die Konsolidierungsmöglichkeiten hinausgehende kurzfristige Finanzierung zur Inflation führen müßte. Demgemäß verlagerte sie die Finanzierung vom Geldmarkt zum wieder funktionsfähig gewordenen Kapitalmarkt. Die Tendenz zu Preissteigerungen in den ersten Jahren des Aufschwungs, denen ja durch

ein System der Preisüberwachung entgegengetreten wurde, kann nicht als Kreditinflation gedeutet werden. Wir hatten es vielmehr hierbei mit „äußeren Geldwertbewegungen" (Lukas) zu tun, d. h. mit solchen, die nicht im Gelde selbst ihren Ursprung haben.

§ 4. Die Lage in einer gesunden Wirtschaft.

A) Befindet sich eine Volkswirtschaft, wie nunmehr die deutsche, im Zustande der Vollbeschäftigung, so muß der besonders von Keynes ausgesprochenen Forderung nach einer Uebereinstimmung der wertmäßigen Größe der Neuinvestitionen mit dem Spargeldvolumen beigepflichtet werden. Denn einerseits müßte eine die Ersparnissumme übersteigende Nachfrage nach Kapitalgütern inflationistische Tendenzen in sich bergen. Nur bei der Bildung echter Ersparnisse, welche dadurch vor sich geht, daß Inhaber von Kaufkraft auf unmittelbaren Verbrauch verzichten, werden produktive Kräfte freigesetzt; diese können dann bei der Befriedigung der Nachfrage nach Kapitalgütern eingesetzt werden. Ist jedoch die Nachfrage nach solchen Gütern größer, als die Sparsumme, so stehen dieser zusätzlichen Kaufkraft keine einsatzfähigen produktiven Kräfte gegenüber, was zur Inflation mit all ihren bekannten Begleiterscheinungen führen muß.

Andererseits darf in einer solchen Volkswirtschaft die Ersparnissumme auch nicht kleiner werden, als das Investitionsvolumen. Denn werden Ersparnisse nicht zur Nachfrage nach Kapitalgütern eingesetzt, so muß dies zu einem Rückgang der Produktion, des Absatzes und damit des Beschäftigungsgrades in diesem Wirtschaftszweig führen. Des weiteren muß man aber noch folgende Gefahr in Betracht ziehen: Werden nicht alle Ersparnisse zu Investitionen verwendet, so kann dies nur dadurch geschehen, daß ein Teil der Ersparnisse entweder gehortet oder aber dem Geldmarkt zugeführt wird. Im ersten Fall ist dieses Verhalten ohne weiteres gleichbedeutend mit einem Ausfall an zirkulierender Kaufkraft und damit mit dem Zustande einer Deflation. Aber auch im zweiten Fall ist der Eintritt dieses Zustandes höchstwahrscheinlich zu erwarten. Denn in dem Ausmaße, in dem der Geldmarkt durch Mittel vom Kapitalmarkt her gespeist wird, werden die seitens dieses kurz-

fristigen Marktes an die Kreditinstitute gerichteten Kreditansprüche vermindert werden. Da auch in anderen Gebieten der Wirtschaft kein Ausgleich eintritt, so geht also auch hier das Kaufkraftvolumen zurück.

Wenn wir also für die vollbeschäftigte Wirtschaft die Forderung nach einer Uebereinstimmung des Spargeldvolumens mit dem Volumen der Neuinvestitionen begründet haben, so ist dies aber gleichbedeutend mit dem Verlangen einer angemessenen Trennung von Geld- und Kapitalmarkt, das besonders von Lukas schon sehr früh theoretisch untermauert und durch das Kreditwesengesetz für Deutschland in die Praxis umgesetzt wurde.

B) Wir müssen uns nun noch der Frage zuwenden, nach welchen Indizien sich in einer solchen Wirtschaft die staatliche Z i n s politik richten kann.

a) Zunächst wollen wir untersuchen, ob deren Ausrichtung nach dem „natürlichen Zins" jene Uebereinstimmung von Sparvolumen und Investitionsvolumen herbeiführen würde. Wicksell, von dem ja die Bezeichnung stammt, definiert nun den „natürlichen Zins" als jene Rate, „welche durch Angebot und Nachfrage festgestellt werden würde, falls die Realkapitalien ohne Vermittlung des Geldes in natura dargeliehen würden".[72]) Damit ist uns aber nicht gedient. An anderer Stelle sagt er: „Der Zinsfuß, bei welchem die Nachfrage nach Darlehenskapital und der Vorrat an ersparten Mitteln sich gerade miteinander decken und der also dem erwarteten Ertrage der neugebildeten Kapitale mehr oder minder entspricht, wäre nun der normale oder natürliche (reale) Zins".[73]) Aber auch diese Definition ist keineswegs befriedigend und wir sehen keine Möglichkeit, einen derartigen Zins auch nur entfernt zu bestimmen.

Dazu kommt, daß dieses Ausrichten nach einem bestimmten Punkt der Zinsskala voraussetzen würde, daß die Zinspolitik über die Geldmarktzinsen hinaus auch die langfristigen Raten beherrschen könnte. Dies ist jedoch, wie aus unserer Untersuchung eindeutig hervorgeht, in keiner Weise jederzeit gewährleistet. Und wenn schließlich die Kapitalmarktsätze dem kurzfristigen Zinsgefüge über lange

72) Wicksell, K.: Geldzins und Güterpreise. Jena, 1898, S. V.
73) Ders.: Vorlesungen über Nationalökonomie, Bd. 2, 1922, S. 222.

Perioden hinweg folgen, wie dies Keynes für englische Verhältnisse darstellt, so ist es damit nicht getan. Denn daß dem so ist, ist eigentlich selbstverständlich, „weil im Durchschnitt längerer Zeiträume die Zeiten angemessener Geldversorgung den entgegengesetzten Einfluß der Sachlage auf dem Kapitalmarkte und der entscheidenden Ertragslage realer Anlagen auf die Zinsverhältnisse des Geldmarktes ebenfalls in der Richtung einer Uebereinstimmung zum Ausdruck bringen müssen".[74])

Selbst wenn wir die bisherigen Voraussetzungen als gegeben annehmen, müssen wir noch in Betracht ziehen, daß die Skala der Möglichkeiten, Geldkapitalien einzusetzen, eine überaus elastische ist. So kann es sein, daß eine Orientierung des Zinses nach dem nächsten in Frage kommenden Punkte über oder unter dem betreffenden angenommenen „natürlichen Zins" bereits zu einem Auseinanderklaffen von Neuinvestition und Spargeldmenge führen kann.

b) Das Preisniveau als Indikator für die Zinspolitik zugrunde zu legen, wie dies Keynes tut, können wir ebenfalls nicht als volkswirtschaftlich zweckmäßig ansehen. Denn ein Steigen der Preise muß durchaus nicht inflationistisch sein und zu einer Drosselung der Geldversorgung Anlaß geben. Es kann sich z. B. um eine Preissteigerung von im zwischenstaatlichen Austauschverkehr erworbenen Gütern handeln.

Besonders verhängnisvoll kann sich aber eine Zinspolitik auswirken, die sich nach einem Sinken des Preisniveaus richtet. Denn die Erfahrung zeigt, daß wir seit dem Kriege in Deutschland mit einem vor allen Dingen nach unten weitestgehend unelastischen Preisniveau rechnen müssen. Dementsprechend zeigte sich eine deflationistische Unterversorgung der Volkswirtschaft nicht, zumindest aber in ganz unerheblichem Maße, in einem Ausschlagen des Preisindikators nach unten. Vielmehr war die Folge eine erhebliche Ausschaltung und Lahmlegung von produktiven Kräften aus dem Getriebe der Wirtschaft.

c) Unserer Meinung nach muß sich die Geldversorgungspolitik in einer solchen Wirtschaft nach den produktiven Kräften orientieren. Die Menge der vorhandenen Ar-

74) Lukas: a. a. O., S. 548 f.

beitskräfte, die Produktionskapazität, d. h. das Volumen der Betriebsanlagen und Vorräte und schließlich die Möglichkeit im Wege des Außenhandels die erforderlichen, im Inlande nicht herstellbaren Rohstoffe zu erwerben, bilden die Grenze.

Eine dergestalte Politik, und damit kommen wir wieder auf unser Zinsproblem zurück, wird von selbst Zinsverhältnisse schaffen, welche die Uebereinstimmung von Sparvolumen und Investitionsvolumen herbeiführen und die „ein getreues Spiegelbild des Aufwandes darstellen, den die beabsichtigte Bindung wirtschaftlicher Werte . . . in der vollbeschäftigten Wirtschaft zur gegebenen Zeit als solche vorstellt".[75]) Und die Lage auf dem Kapitalmarkt beherrscht in diesem Fall auch das Zinsgefüge am Geldmarkt, denn alle für Investitionen eingesetzten Geldleihkapitalien stellen einen Aufwand dar, dem auf der anderen Seite dann die realen Ertragsverhältnisse entsprechen müssen. „Ihre Legitimation erhalten alle Zinssätze von den Produktionserträgen, die durch die Kapitalleihe ermöglicht werden."[76])

Ein Sinken des Geldmarktzinses infolge diskontpolitischer Maßnahmen unter den Kapitalmarktzins und der gleichzeitige Einsatz zusätzlicher Mittel in langfristige Anlagen würde dann dazu führen, daß sich das verminderte Angebot am Geldmarkt bei gleichbleibendem Bedarf an Betriebskredit in Bälde in einem Steigen des kurzfristigen Zinses und damit in einem Angleichen der beiden Zinsgefüge auswirken würde. Dasselbe gilt für eine Ueberhöhung der Geldmarktzinsen. In einer gesunden Wirtschaft kann deshalb eine solche Geldpolitik „überhaupt nur als Mißgriff der geldausgebenden Stellen"[77]) aufgefaßt werden, weil sie ja im Gegensatz zu den tatsächlichen Marktverhältnissen steht.

Die Geldversorgungspolitik im Neuen Deutschland stützt sich darum nicht, wie vor 1933, hauptsächlich auf zinspolitische Maßnahmen. Vielmehr ist die Zinsgestaltung völlig eingebaut in ein System allgemeiner Wirtschaftslenkung. Devisenbewirtschaftung und Außenhandelsüberwachung schützen sie gegen unerwünschte Beeinflussung

75) Lukas: a. a. O., S. 445. Anm.
76) Rabensberger, G.: Staatliche Zinsfußregelung. „Die Bank", 1934, Band 54.
77) Lukas: a. a. O., S. 538.

durch den Außenverkehr; die Emissionssperre begrenzt den Kapitalzins von innen her. Seit die valutarische Beengtheit der Reichsbank durch die Novelle zum Bankgesetz vom 27. Oktober 1933 gefallen ist, hat die Wirtschaftsführung die Gestaltung der Kreditmärkte völlig in der Hand. Kreditpolitische Norm ist dabei immer, wie die maßgebenden Männer der deutschen Wirtschaft und vor allem der Führer selbst wiederholt zum Ausdruck brachten, die Vollbeschäftigung der Volkswirtschaft bei annähernd gleichbleibendem Preisniveau.

Dabei ist noch darauf hinzuweisen, daß heute in Deutschland ein Großteil der Kreditnachfrage vom Staat ausgeht und für außerwirtschaftliche Zwecke eingesetzt wird. In diesem Fall spielen Rentabilitätsrücksichten eine untergeordnete Rolle. Der Einsatz dieser Kreditmittel ist unabhängig vom Vergleich von Zinslast und tatsächlichen Erträgen. Insofern hat der Zins seine frühere Bedeutung als Symptom für das Verhältnis von Kapitalangebot und -nachfrage, sowie als Regulator für das Investitionsvolumen verloren.

Allerdings tritt auch der Unternehmer noch in erheblichem Maße als Träger der Kreditnachfrage auf und es besteht die Tendenz, daß die vom Staate bislang getragene Wirtschaftsinitiative mehr und mehr wiederum auf den Unternehmer übergeht. Hierbei stehen natürlich rentabilitätsorientierte Erwägungen und damit auch die Frage nach der Zinshöhe im Vordergrund.

§ 5. Ergebnis.

Es ist heute wissenschaftlich wohl ziemlich unbestritten, daß die Zinshöhe sowohl am kurzfristigen Markt als auch am Kapitalmarkt mit geldpolitischen Methoden beeinflußt werden kann. Diskontpolitische Maßnahmen allein genügen, wie aus unseren Untersuchungen klar hervorgegangen ist, nicht. Besonders in einer Volkswirtschaft, die sich in der konjunkturellen Phase der Depression befindet, zeigt sich die Diskontschraube als „ausgeleiert". Wir haben dies vor allem mit psychologischen Momenten, mit Furcht vor dem erhöhten Risiko, mit unsicherer politischer Lage usw. zu erklären versucht.

Die deutsche Wirtschaftsführung beschränkt sich bei ihrer Einwirkung auf die Kreditmärkte deshalb auch keineswegs auf die Diskontpolitik. Vielmehr steht ihr einmal das Mittel der Offen-Markt-Politik zur Verfügung, sowohl als Ergänzung der Diskontpolitik hinsichtlich der Einwirkung auf den Geldmarkt, als aber auch zur Beeinflussung der langfristigen Zinssätze. Denn über die Kursentwicklung der festverzinslichen Werte am Kapitalmarkt kann ja direkt auch deren Zins gestaltet werden. Weiterhin müssen noch die Möglichkeiten der Kreditkontingentierung und Kreditrestriktion, die Festsetzung der Liquiditätsreserven im Sinne des Reichsgesetzes über das Kreditwesen und die „administrativen Mittel" (Wagemann) der Kapitalmarktpolitik Erwähnung finden.

Zum Schluß sei noch darauf hingewiesen, daß unsere Themastellung das Kausalitätsproblem aufwirft. Es ist im ökonomischen Bereich außerordentlich schwer, wenn nicht unmöglich, Ursache und Wirkung von gegebenen Tatsachen festzustellen. Auf einen bestimmten Sektor des Wirtschaftsganzen wirken so viele, auch außerwirtschaftliche, Faktoren ein, daß man eine unbedingte Kausalität zwischen diesen und jenen Erscheinungen des ökonomischen Prozesses nicht feststellen kann.

Literaturverzeichnis

Beckerath, H. v.: Kapital- und Geldmarkt, Jena, 1916.

Begleitbericht des Untersuchungsausschusses für das Bankwesen 1933 zu dem Entwurf des Reichsgesetzes über das Kreditwesen an den Führer und Reichskanzler, Berlin 1933.

Bendixen, Fr.: Geld und Kapital, Jena 1912.

Bloch, V.: Zur Frage der Ankurbelung durch Kreditpolitik, Zeitschr. f. Nat.ök., Wien 1933, Band IV.

Braun, W.: Das Liquiditätsproblem der Kreditbanken, Stgt. 1934.

Breit, M.: Ein Beitrag zur Theorie des Geld- und Kapitalmarktes, Zeitschr. f. Nat.ök., Wien 1935, Band VI.

Budge, S.: Lehre vom Geld, Jena 1933.

De Viti De Marco, A.: Die Funktion der Bank, Wien 1935.

Donner, O.: Die Kursbildung am Aktienmarkt. Sonderheft 36 des Inst. f. Konj.forschung, Berlin 1934.

Ernst, Fr.: Anlaß und Bedeutung der Geldzinssenkung. Der Deutsche Volkswirt, 9. Jahrgang, Nr. 23.

Eucken, W.: Kredit und Konjunktur. Schriften d. Ver. f. Soz.-Pol., 175. Band, München 1929.

Eynern, G. v.: Die Reichsbank. Diss., Jena 1928.

Föhl, C.: Geldschöpfung und Wirtschaftskreislauf, München 1937.

Gestrich, H.: Neue Kreditpolitik, Stuttgart 1936.

Hahn, A.: Geld und Kredit, Tübingen 1924.
Zur Theorie des Geldmarktes. Arch. f. Soz. Wissenschaften und Sozialpolitik, Bd. 51, 1924.
Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits, Tübingen 1930.

Halm, G.: Das Zinsproblem am Geld- und Kapitalmarkt, Jahrb. f. Nat.ökonomie und Statistik, Bd. 70, Jena 1926.
Geld, Kredit, Banken. München und Leipzig 1935.

Hawtrey, R. G.: Währung und Kredit, Jena 1926.

Hayek, F. A. v.: Geldtheorie und Konjunkturtheorie, Wien 1929.

Helander, S.: Theorie und Politik der Zentralnotenbanken in ihrer Entwicklung, Jena 1916.

Helfferich, K.: Der deutsche Geldmarkt 1895—1902, Schr. d. Vereins f. Soz.-Pol., Band 6.

Keynes, J. M.: A. Treatise on money, London 1930.
Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, München 1936.

Kluitmann, G.: Die Beziehungen zwischen Geldmarkt und Kapitalmarkt, Köln 1928.

Lampe, A.: Zur Theorie des Sparprozesses und der Kreditschöpfung, Jena 1926.

Lukas, E.: Aufgaben des Geldes, Stuttgart 1937.
Weltkrise und deutsche Wirtschaft, Tübingen 1931.

Machlup, Fr.: Börsenkredit, Industriekredit und Kapitalbildung, Wien 1931.
Macmillan-Report, London 1931.
Mannstaedt, H.: Ein kritischer Beitrag zur Theorie des Bankkredits, Jena 1927.
Meithner, K.: Die Preisbildung an der Effektenbörse, Wien 1930.
Neisser, H.: Der Tauschwert des Geldes, Jena 1928.
Nahmer, Nöll v. d.: Der volkswirtschaftliche Kreditfonds, Berlin 1934.
Pollack, W.: L. Alb. Hahns Volkswirtschaftliche Theorie des Bankkredits. Diss., Tübingen 1931.
Prion, W.: Die Effektenbörse und ihre Geschäfte. Sammlg. Göschen 1930.
Kreditpolitik, Aufsätze und Reden 1926.
Rabensberger, G.: Staatliche Zinsfußregelung in: Die Bank, Bd. 34, Berlin 1934.
Rosch, C.: Kredit, Inflation und Wirtschaftskrisen, Jena 1927.
Schmitt, A.: Kreditpolitik und Konj.pol., Jena 1932.
Schmölders, G.: Geld und Kredit, Leipzig 1938.
Schramke, R.: Geldversorgung und Konj. in: Die Staatsbank, Nr. 23, 1937.
Schulz-Kiesow: Die Finanzierung des Aufschwungs vermittels der regulären Geldschöpfung. Jahrb. f. Nat.ök. und Statistik, Band 128, III. Folge.
Sievers, F.: Kommunikationen zwischen Geld- und Kapitalmarkt, Diss., Nürnberg 1936.
Somary, F.: Bankpolitik, Tübingen 1934, 3. Auflage.
Spiethoff: Die äußere Ordnung des Kapital- und Geldmarktes. Schmollers Jahrb., Band 33, München 1909.
Der Begriff des Kapital- und Geldmarktes, a. a. O., Band 44, München 1920.
Tismer, A.: Grenzen der Diskontpolitik, München 1932.
Wagemann, E.: Wirtschaftspolitische Strategie, Hamburg 1937.
Weber, Ad.: Depositenbanken und Spekulationsbanken, München 1938.
Wicksell, K.: Geldzins und Güterpreise, Jena 1898.
Vorles. über Nat.ökonomie, Jena 1922.
Williams, T. T.: The Rate of Discount and the Price of Consols in: Journal of the Royal Statistical Society, London 1912.

Ferner wurden benutzt:

Vierteljahrshefte zur Konjunkturforschung.
Deutschlands wirtschaftliche Lage (Wirtschaftsberichte der Reichs-Kredit-Gesellschaft, Berlin).
Wirtschaftliche Mitteilungen der D.-D. Bank.
Der Deutsche Volkswirt. Die Bank. Das Bankarchiv.
Der Deutsche Oekonomist. Sparkasse. Die Deutsche Volkswirtschaft.

Lebenslauf

Am 6. Juni 1914 bin ich als Sohn des Rechnungsrats Eugen Mayer in Biberach an der Riß geboren. Nach 3 Jahren Volksschule und 9jährigem Besuch der Oberrealschule in Biberach legte ich im März 1933 die Reifeprüfung ab. Hiernach widmete ich mich an den Universitäten München, Berlin und Tübingen, sowie an der Technischen Hochschule in München dem Studium der Volkswirtschaft und Betriebswissenschaft. Im Frühjahr 1937 erwarb ich an der Universität Tübingen das Diplom für Volkswirte. Sodann arbeitete ich an der vorliegenden Untersuchung, war zwischendurch in einer Maschinenfabrik tätig und promovierte am 6. August 1938.

Es sei mir gestattet, meinem hochverehrten Lehrer, Herrn Prof. Dr. Eduard Lukas, nunmehr an der Universität München, der mir die Anregung zu dieser Arbeit gab und mir jederzeit mit Rat und Tat zur Seite stand, meinen aufrichtigen Dank zu sagen.